



EUROPESE CENTRALE BANK

2003

2003

2003

2003

2003

2003

2003

2003

2003

2003

2003

2003

JAARVERSLAG
2003

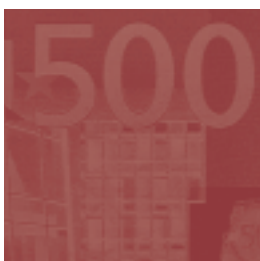
BCE ECB EZB EKT EKP

1000





EUROPESE CENTRALE BANK



JAARVERSLAG 2003

In 2004 verschijnt
in alle publicaties
van de ECB
een motief van
het bankbiljet
van €100.

© Europese Centrale Bank, 2004

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 voorgehouden.

*Reproductie voor educatieve en
niet-commerciële doeleinden is*

toegestaan, mits de bron wordt vermeld.

*De afsluitingsdatum voor de in dit
Verslag voorkomende gegevens was
27 februari 2004.*

ISSN 1561-4573 (papier)

ISSN 1725-2865 (internet)

INHOUD

VOORWOORD	10	3 BANKBILJETTEN EN MUNTEN	97
HOOFDSTUK 1		3.1 De omloop van eurobankbiljetten en -munten en de verwerking van chartaal geld	97
ECONOMISCHE ONTWIKKELINGEN EN MONETAIR BELEID		3.2 Ontwikkelingen met betrekking tot valse eurobiljetten en het tegengaan van vervalsing	98
I MONETAIR BELEID IN HET EUROGEBIED	16	3.3 Uitgifte en productie van bankbiljetten	100
1.1 Beoordeling van de monetaire-beleidsstrategie van de ECB	16	4 NIEUWE EN VERBETERDE STATISTIEKEN	102
1.2 Basisrentetarieven van de ECB bereikten in 2003 een historisch lage stand	21	4.1 Nieuwe statistieken	102
2 MONETAIRE, FINANCIËLE EN ECONOMISCHE ONTWIKKELINGEN	26	4.2 Strategie voor de middellange termijn met betrekking tot statistieken	103
2.1 Monetaire en financiële ontwikkelingen	26	4.3 Verbeteringen in het institutionele en juridische kader voor de statistieken	104
2.2 Prijsontwikkelingen	44	5 ECONOMISCH ONDERZOEK	105
2.3 Productie-, vraag- en arbeidsmarktontwikkelingen	51	5.1 Onderzoeksonderwerpen	105
2.4 Begrotingsontwikkelingen	58	5.2 Onderzoeksnetwerken	105
2.5 De mondiale macro-economische omgeving, wisselkoersen en de betalingsbalans	62	5.3 De bouw van macro-econometrische modellen voor het eurogebied	107
3 ECONOMISCHE EN MONETAIRE ONTWIKKELINGEN IN DE EU-LANDEN BUITEN HET EUROGEBIED	69	5.4 Conferenties en programma's voor gastonderzoekers	107
HOOFDSTUK 2		6 OVERIGE TAKEN EN WERKZAAMHEDEN	109
CENTRALE BANKTRANSACTIES EN -ACTIVITEITEN		6.1 Naleving van het verbod op monetaire financiering en bevoorrechte toegang	109
I MONETAIRE-BELEIDSTRANSACTIES, DEVIEZENTRANSACTIES EN INVESTERINGSACTIVITEITEN	78	6.2 Adviesfuncties	109
1.1 Monetaire-beleidstransacties	78	6.3 Het beheer van de krediettransacties van de Europese Gemeenschap	110
1.2 Deviezentransacties	89	6.4 Diensten inzake reservebeheer	110
1.3 Investeringsactiviteiten	89	HOOFDSTUK 3	
2 BETALINGS- EN EFFECTENAFWIKKELINGS-SYSTEMEN	91	FINANCIËLE STABILITEIT EN INTEGRATIE	
2.1 TARGET	91	I FINANCIËLE STABILITEIT	114
2.2 TARGET2	93	1.1 Het toezicht op de financiële stabiliteit	114
2.3 Grensoverschrijdend gebruik van beleenbare activa	94	1.2 Samenwerking in crisissituaties	117

2 FINANCIËLE REGELGEVING EN TOEZICHT	118	HOOFDSTUK 6	
2.1 Het Lamfalussy-kader	118	EXTERNE COMMUNICATIE	
2.2 Het bankwezen	118		
2.3 Effecten	120	1 COMMUNICATIEBELEID	158
2.4 Andere aangelegenheden	120	2 COMMUNICATIEMIDDELEN	159
3 FINANCIËLE INTEGRATIE	122	3 COMMUNICATIEAANGELEGENHEDEN IN 2003	160
4 TOEZICHT OP DE INFRASTRUCTUUR VAN MARKTEN	128	HOOFDSTUK 7	
4.1 Het toezicht op (de infrastructuur van) het hoogwaardige euro-betalingsverkeer	128	UITBREIDING VAN DE EUROPESE UNIE	
4.2 Het retail-betalingsverkeer	130	1 BELANGRIJKSTE ECONOMISCHE EN FINANCIËLE ONTWIKKELINGEN EN BELEIDSKWESTIES	165
4.3 Effectenclearing- en -afwikkelingsystemen	131	1.1 Economische ontwikkelingen	165
		1.2 Ontwikkelingen op de financiële markten in de toetredende landen	168
HOOFDSTUK 4		2 JURIDISCHE ONTWIKKELINGEN	171
EUROPESE EN INTERNATIONALE AANGELEGENHEDEN		3 VOORBEREIDINGEN OP DE TOETREDING	172
1 EUROPESE AANGELEGENHEDEN	136	3.1 Centrale-banktransacties	172
1.1 Beleidsaangelegenheden	136	3.2 Betalings- en vereveningssystemen	172
1.2 Institutionele wijzigingen bij relevante Europese instanties	141	3.3 Bankbiljetten	174
2 INTERNATIONALE AANGELEGENHEDEN	142	3.4 Statistieken	174
2.1 Internationaal monetair en financieel stelsel	142	3.5 IT-infrastructuur en -toepassingen	174
2.2 Samenwerking met landen buiten de EU	145	HOOFDSTUK 8	
HOOFDSTUK 5		INSTITUTIONEEL KADER, ORGANISATIE EN JAARREKENING	
VERANTWOORDING		1 DE BESLUITVORMENDE ORGANEN EN HET BEHEER VAN DE ECB	178
1 VERANTWOORDING TEGENOVER HET PUBLIEK	150	1.1 Het Eurosysteem en het Europees Stelsel van Centrale Banken	178
2 VERANTWOORDING TEGENOVER HET EUROPEES PARLEMENT	152	1.2 De Raad van Bestuur	179
2.1 Overzicht van de betrekkingen met het Europees Parlement in 2003	152	1.3 De Directie	182
2.2 Visie van de ECB op enkele tijdens de ontmoeting met het Europees Parlement besproken kwesties	152	1.4 De Algemene Raad	184
		1.5 Comités van het ESCB en het begrotingscomité	185
		1.6 Beheer en controle	186

2 ORGANISATORISCHE ONTWIKKELINGEN	189	2 De markt voor schuldbewijzen van bedrijven in de landen van het eurogebied	31
2.1 Personeelsbeheer	189	Grafiek: Uitstaande bedragen aan in euro luidende schuldbewijzen uitgegeven door niet tot de MFI-sector behorende ondernemingen van het eurogebied	32
2.2 Maatregelen ter versterking van het functioneren van de interne organisatie	190	3 Ontwikkelingen in de financiële positie van de huishoudens en de niet-financiële ondernemingen in het eurogebied	35
2.3 Nieuw kantoor voor de ECB	191	Grafiek A: Schuld van de particuliere niet-financiële sector	
3 SOCIALE DIALOOG ESCB	193	Grafiek B: Netto kredietverlening/kredietopneming van de particuliere niet-financiële sector	35
4 JAARREKENING VAN DE ECB	195	4 Inflatieverschillen in het eurogebied: potentiële oorzaken en beleidsimplicaties	46
Balans per 31 december 2003	196	Grafiek: Inflatiespreiding in het eurogebied	46
Winst- en verliesrekening over het jaar 2003	198	5 Vooruitgang inzake structurele hervormingen van de product- en arbeidsmarkten in het eurogebied	53
Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening	199	6 Het belang van diepgaande hervormingen voor houdbare overheidsfinanciën	61
Toelichting op de balans	203	7 Risicobeheer inzake kredietverlening in monetaire-beleidstransacties en betalingssysteemtransacties	86
Toelichting op de winst- en verliesrekening	209	8 Voorkeursprocedures voor marktdeelnemers betrokken bij transacties in het kader van het correspondentenmodel voor centrale banken, zoals overeengekomen door de Europese Federatie van Banken, de Europese Spaarbankgroep en de Europese Vereniging van Coöperatieve Banken	95
Toelichting op de toedeling van verliezen	212	9 Maatstaven voor de integratie van de financiële markten in het eurogebied	125
Accountantsverklaring	213	10 Netwerk voor onderzoek op het gebied van de kapitaalmarkten en de financiële integratie binnen Europa	126
5 GECONSOLIDEERDE BALANS VAN HET EUROSISTEEM PER 31 DECEMBER 2003	214	11 De buitensporig-tekortprocedure	140
		12 De missie van de ECB	161
BIJLAGEN			
DOOR DE EUROPESE CENTRALE BANK VASTGESTELDE RECHTSINSTRUMENTEN	218		
DOOR DE EUROPESE CENTRALE BANK UITGEBRACHT ADVIEZEN	221		
PUBLICATIES VAN DE EUROPESE CENTRALE BANK SINDS JANUARI 2003	225		
OVERZICHT VAN DE MONETAIRE-BELEIDSMATREGELEN VAN HET EUROSISTEEM	229		
LIJST VAN TERMEN	231		
LIJST VAN KADERS, TABELLEN EN GRAFIEKEN			
KADERS			
1 Onderzoek in verband met de beoordeling van de monetaire-beleidsstrategie van de ECB	20		

TABELLEN

1	Overzichtstabel van de monetaire variabelen	27	14a	Beurskoersindices	42
2	Sectoraal aandeel van de uitstaande bedragen van schuldbewijzen uitgegeven door ingezetenen van het eurogebied	30	14b	Impliciete volatiliteit van de aandelenmarkt	42
3	Financiering en financiële beleggingen van de niet-financiële sector in het eurogebied	33	15	Uitsplitsing HICP-inflatie: belangrijkste subcomponenten	45
4	Prijzontwikkelingen	44	16	Bijdragen van subcomponenten tot HICP-inflatie	45
5	Arbeidskostenindicatoren	50	17	Uitsplitsing industriële producentenprijzen	49
6	Samenstelling van de reële bbp-groei	51	18	Sectorale loonsom per werknemer	50
7	Arbeidsmarktontwikkelingen	57	19	Bijdragen tot de reële bbp-groei op kwartaalbasis	52
8	Begrotingsposities in het eurogebied	59	20	Vertrouwensindicatoren	55
9	Macro-economische indicatoren voor Denemarken	69	21	Uitvoer van goederen en industriële productie	56
10	Macro-economische indicatoren voor Zweden	72	22	Werkloosheid	58
11	Macro-economische indicatoren voor het Verenigd Koninkrijk	73	23	Nominale en reële effectieve wisselkoersen van de euro	65
12	Betalingsverkeer in TARGET	92	24	Saldo op de lopende rekening en componenten daarvan	66
13	Toegewezen quota bankbiljettenproductie 2003	100	25	Uitvoer naar landen buiten het eurogebied, buitenlandse vraag en de nominaal-effectieve wisselkoers	67
			26	Financiële rekening	67
			27	Economische en financiële indicatoren voor de EU-landen die geen deel uitmaken van het eurogebied en voor het eurogebied	70
			28	Liquiditeitsfactoren en beroep op de permanente faciliteiten in het eurogebied in 2003	79
			29	Activa op de eerste lijst die gebruikt kunnen worden voor de krediettransacties van het Eurosysteem	84
			30	Gebruik van onderpand bij de krediettransacties van het Eurosysteem	85
			31	Grensoverschrijdend onderpand als percentage van het totale aan het Eurosysteem verstrekte onderpand	96
			32	Totale waarde van de bankbiljetten-omloop in de periode 2000 – 2003	97
			33	Totaal aantal eurobankbiljetten in omloop in de periode 2002 – 2003	97
			34	Aantal eurobankbiljetten in omloop in de periode 2002 – 2003	98
			35	Publicaties in de reeks Working Papers van de ECB	105
			36	Reeks Working Papers van de ECB: rubricering volgens Journal of Economic Literature	106

GRAFIEKEN

1	Inflatieverwachtingen op de lange termijn	18
2	ECB-rentevoeten en de daggeldrente	22
3	M3-groei en de referentiewaarde	26
4	Ramingen van de nominale en de reële geldgroei-divergentie (money gap)	27
5	Ontwikkeling M3 en tegenposten	28
6	Sectorale uitsplitsing van de uitgifte van schuldbewijzen door ingezetenen van het eurogebied	30
7	Schuldfinanciering van de niet-financiële sector	34
8	Korte rente op de markt van het eurogebied	37
9	Driemaands EURIBOR-futuresrente en impliciete volatiliteit	37
10	Rendementen op langlopende overheidsobligaties	39
11	Reëel obligatierendement op de lange termijn en “break-even”-inflatie in het eurogebied	40
12	Door MFI's gehanteerde korte rente en een korte marktrente	41
13	Door MFI's gehanteerde lange rente en een lange marktrente	41

AFKORTINGEN

LANDEN

BE	België
DK	Denemarken
DE	Duitsland
GR	Griekenland
ES	Spanje
FR	Frankrijk
IE	Ierland
IT	Italië
LU	Luxemburg
NL	Nederland
AT	Oostenrijk
PT	Portugal
FI	Finland
SE	Zweden
UK	Verenigd Koninkrijk
JP	Japan
US	Verenigde Staten

ANDERE AFKORTINGEN

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
EMI	Europees Monetair Instituut
EMU	Economische en Monetaire Unie
ESCB	Europees Stelsel van Centrale Banken
ESR 95	Europees Stelsel van Rekeningen 1995
EU	Europese Unie
EUR	euro
f.o.b.	f.o.b. aan de grens van het exporterende land
HICP	geharmoniseerde consumptieprijsindex
ILO	Internationale Arbeidsorganisatie
IMF	Internationaal Monetair Fonds
MFI's	monetaire financiële instellingen
NCB's	nationale centrale banken
PPI	Producentenprijsindex

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

Sinds 1998 organiseert de ECB een reeks tentoonstellingen van hedendaagse kunst uit de lidstaten van de Europese Unie. Met iedere tentoonstelling wordt beoogd personeel en bezoekers van de ECB een beeld te verschaffen van de kunstwereld in een bepaald EU land. Er is voor hedendaagse kunst gekozen aangezien het de periode vertegenwoordigt waarin de Monetaire Unie een feit werd.

Sommige kunstwerken zijn aangekocht ten behoeve van de uit te breiden Kunstcollectie van de ECB. Op de acht scheidingsbladen tussen de hoofdstukken van dit Jaarverslag staat een selectie kunstwerken uit deze collectie.

Kunstenaar: Hans Vandekerckhove

Titel: Landschappeling, 2000

Materiaal: Olieverf op canvas, Afmetingen: 200 × 160 cm 14

Kunstenaar: José María Sicilia

Titel: La luz que se apaga, 1997

Materiaal: Was, olieverf en papier op hout, Afmetingen: 185 × 157 cm 76

Kunstenaar: Gerhard Balder

Titel: Roter Nautilus, 1995

Materiaal: Olieverf op canvas, Afmetingen: 70 × 54 cm 112

Kunstenaar: Jens Fänge

Titel: Jugend, 2003

Materiaal: Olieverf op canvas, Afmetingen: 132 × 122 cm 134

Kunstenaar: Kyriakos Mortarakos

Titel: Zonder titel

Materiaal: Gemengde media op canvas, Afmetingen: 220 × 320 cm 148

Kunstenaar: Gérard Garouste

Titel: La duègne et le pénitent, 1998

Materiaal: Olieverf op canvas, Afmetingen: 195 × 160 cm 156

Kunstenaar: Árpád Szabados

Titel: Zonder titel, 1995

Materiaal: Gemengde media op canvas, Afmetingen: 120 × 90 cm 162

Kunstenaar: Koen Vermeule

Titel: Zonder titel (detail), 2002

Materiaal: Olieverf op canvas, Afmetingen: 210 × 210 cm 176

VOORWOORD



Het grootste deel van vorig jaar stond Wim Duisenberg aan het roer van de ECB, en ik wil hierbij eer betuigen aan hem. Onder zijn presidentschap hebben het Europees Monetair Instituut, de ECB en de nationale centrale banken alle grote projecten waar zij mee werden geconfronteerd – de overgang van alle kapitaalmarkten en girale transacties op de euro op 4 januari 1999, de eeuwwisseling en de overgang op de chartale euro op 1 januari 2002 – tot een succesvol einde gebracht. Het Eurosysteem werd gezien als een zeer geloofwaardige centrale bank die betrouwbaar beleid voerde en een goede hoedster van de munt was door de prijsstabiliteit en het vertrouwen in de euro te handhaven. Het is deze nalatenschap van doelmatig aanvoerderschap van het verenigde Europese monetaire team die de andere leden van de Directie van de ECB en ik in de komende jaren graag willen voortzetten en versterken.

In december 2002 kondigde de Raad van Bestuur van de ECB zijn besluit aan in de eerste helft van 2003 een grondige evaluatie van haar monetaire-beleidsstrategie te verrichten. Sinds de oprichting van de ECB bood zijn

monetaire-beleidsstrategie een solide basis voor de interne besluitvorming en een samenhangend kader voor de externe communicatie, waardoor de ECB haar beleid beter kon verantwoorden. Er zijn aanwijzingen dat sinds 1999 de verwachtingen omtrent de inflatie op de lange termijn – die een maatstaf vormen voor de geloofwaardigheid van de centrale bank – consistent zijn gebleven met de prijsstabiliteitsdefinitie van de ECB. Minder onzekerheid over de toekomstige inflatie heeft bijgedragen tot een verlaging van de risicopremies in rentetarieven, en derhalve van de reële financieringskosten. Het was niet meer dan logisch dat de Raad van Bestuur na een periode van vier jaar terug wilde blikken en op systematische wijze wilde nadenken over de opgedane ervaringen en de commentaren van externe waarnemers.

Op 8 mei 2003 maakte de Raad van Bestuur de resultaten bekend van zijn evaluatie van de strategie. Hij bevestigde de definitie van prijsstabiliteit die in oktober 1998 was bekendgemaakt als een jaarlijkse stijging van de HICP voor het eurogebied van minder dan 2%. Tegelijkertijd verduidelijkte de Raad van Bestuur dat hij zich, in het streven naar prijsstabiliteit binnen de definitie, erop richt de inflatie op de middellange termijn onder, maar dicht bij 2% te houden. De Raad van Bestuur bevestigde tevens dat zijn monetaire-beleidsbeslissingen gebaseerd zouden blijven op een uitgebreide analyse van de risico's voor prijsstabiliteit, die zou bestaan uit een economische en een monetaire analyse. De Raad van Bestuur benadrukte dat hij bij het vormen van een samenhangend oordeel over de risico's voor prijsstabiliteit, de gegevens verkregen uit de grondige economische analyse en uit de monetaire analyse onderling zou blijven toetsen vanuit een middellange- en lange-termijnperspectief. Om de langere-termijnoriëntatie van de referentiewaarde voor de monetaire groei te onderstrepen, besloot de Raad van Bestuur de monetaire referentiewaarde niet langer op jaarbasis te herzien. Door zijn bevestiging en verduidelijking van de hoofdelementen van zijn op stabiliteit gerichte monetaire-beleidsoriëntatie, heeft de Raad van Bestuur in zowel Europa als de rest van de wereld het

inzicht in de monetaire-beleidsstrategie van de ECB verder verbeterd.

Als gevolg van zowel de escalatie van de politieke spanningen in de wereld in verband met de situatie in Irak als de op de financiële markten heersende onzekerheid, was de economische bedrijvigheid in de eerste helft van 2003 zeer zwak. Pas na de zomer van 2003 begon in het eurogebied het vertrouwen in de economie geleidelijk te groeien en werden de tekenen van een herstel van de wereldeconomie sterker. Over het geheel genomen, bedroeg de reële bbp-groei in het eurogebied in 2003 0,4%, na 0,9% in 2002. Gedurende de afgelopen maanden is de economische bedrijvigheid in het eurogebied toegenomen. De groei van de uitvoer van het eurogebied is als gevolg van de dynamische expansie van de wereldeconomie, krachtig gebleven. Daarnaast is sprake van de juiste condities voor een herstel van de binnenlandse vraag, mede als gevolg van het lage renteniveau en de in het algemeen gunstige financieringsvoorwaarden. De teleurstellende ontwikkeling van de reële bbp-groei gedurende de afgelopen jaren toont het gebrek aan flexibiliteit aan in de economie van het eurogebied, en de daaruit voortvloeiende kwetsbaarheid voor externe schokken. Hoewel in dit opzicht enige vooruitgang is geboekt, hetgeen erkend en verwelkomd dient te worden, zijn nog steeds aanhoudende en zeer aanzienlijke inspanningen nodig om de structurele hervormingen door te voeren die de werkgelegenheidsgroei en arbeidsparticipatie zullen doen toenemen, de productiviteit zullen doen stijgen en het groeipotentieel in het eurogebied zullen verbeteren. Verder zijn er tegen de achtergrond van demografische ontwikkelingen, corrigerende maatregelen nodig teneinde er voor te zorgen dat de gezondheidszorg en de pensioenstelsels op de lange termijn houdbaar zijn.

In 2003 daalde de inflatie op jaarbasis, gemeten op basis van de HICP, tot 2,1% (van 2,3% in 2002). De hoofdoorzaak voor het feit dat de inflatie hardnekkig boven 2% bleef, lag in de

onverwachte stijgingen in enkele volatiele componenten van de HICP (zoals de olie- en voedingsmiddelenprijzen in de tweede helft van 2003), maar ook stijgingen in de indirecte belastingen en door de overheid gereguleerde prijzen waren in de loop van 2003 van enige invloed. Vanuit middellange-termijnperspectief was de verwachting dat de inflatoire druk zich in 2003 in overeenstemming met prijsstabiliteit zou ontwikkelen.

De aanhoudend krachtige monetaire groei in 2003 bracht de gunstige vooruitzichten voor prijsstabiliteit niet in gevaar. De krachtige groei werd deels toegeschreven aan de grote onzekerheid die gedurende de eerste helft van 2003 in de economie en op de financiële markten heerste, hetgeen aanleiding gaf tot portefeuilleherstellingen naar veiliger, kortlopende in M3 begrepen liquide activa. De accumulatie van overliquiditeit werd derhalve niet als alarmend gezien, ofschoon waakzaamheid was vereist in het geval dat dit hoge liquiditeitsniveau zou blijven bestaan wanneer het economisch herstel aan kracht zal winnen.

Gezien de matiging van de inflatoire druk in de eerste helft van 2003, zijn de voornaamste rentetarieven van de ECB in maart 2003 met 25 basispunten verlaagd, en in juni met 50 basispunten. Dientengevolge kwam de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties op het historisch lage niveau van 2,0% te liggen. Deze beslissingen waren in overeenstemming met het doel de inflatie op de middellange termijn onder en dicht bij 2,0% te houden. De zeer lage renteniveaus boden tevens een tegenwicht aan de verschillende factoren die de economische bedrijvigheid negatief beïnvloedden. In de tweede helft van 2003 werden de voornaamste rentetarieven van de ECB onveranderd gelaten, aangezien de monetaire-beleidskoers passend werd geacht om de prijsstabiliteit op de middellange termijn te handhaven.

Wat betreft het begrotingsbeleid, bleken de meeste lidstaten niet in staat de doelstellingen te halen zoals opgenomen in de stabiliteitspro-



gramma's die zij eind 2002 en begin 2003 hadden ingediend. Het gemiddelde begrotingstekort voor het eurogebied nam toe van 2,3% bbp in 2002 tot 2,7% bbp in 2003. Begrotingssaldi bleven bovendien een bron van zorg in landen die reeds in 2002 aanzienlijke onevenwichtigheden lieten optekenen. Op 25 november besloot de Ecofin-Raad de aanbevelingen van de Commissie betreffende Duitsland en Frankrijk niet op te volgen, en kwam overeen de buitensporige-tekortenprocedure voor deze landen op te schorten. De betreffende twee landen verplichtten zich ertoe hun buitensporige tekorten zo snel mogelijk aan te passen, doch uiterlijk in 2005, terwijl de Raad aangaf dat hij gereed stond een besluit krachtens artikel 104, lid 9 te nemen (en daarmee de buitensporige-tekortenprocedure weer in werking te zetten) indien deze twee landen hun toezeggingen niet zouden nakomen. Andere landen die nog steeds met begrotingsonevenwichtigheden kampen, dienen eveneens voortgang te boeken naar verwezenlijking van begrotingsposities nabij evenwicht of in overschot op de middellange termijn.

Het is van cruciaal belang dat het vertrouwen in de soliditeit van zowel de overheidsfinanciën als de economische en institutionele fundamente van de EMU, wordt behouden. De Raad van Bestuur is van oordeel dat alle betrokken partijen hun verantwoordelijkheden en verplichtingen dienen na te leven. Vooruitblikkend, is het van essentieel belang dat begrotingsconsolidatie en structurele hervormingen verankerd raken. Dit zou tevens positieve effecten moeten hebben op de korte termijn, aangezien dit het vertrouwen van het publiek kan vergroten in de geloofwaardigheid van de regels en de houdbaarheid van begrotingsposities op de lange termijn. Verder zouden hervormingen van de uitgaven en belastingen, en een herschikking van de prioriteiten in de richting van productiestimulerende uitgaven, de potentiële productiegroei bevorderen.

Op 1 mei 2004 zullen tien nieuwe landen toetreden tot de EU, en zullen tien nieuwe centrale

banken lid worden van het ESCB. Deze belangrijke politieke en economische gebeurtenis, die slechts 14 jaar na de val van de Berlijnse muur en 11 jaar na de ondertekening van het Verdrag van Maastricht plaatsvindt, toont aan hoe snel de ontwikkelingen gaan. Op het terrein van hun bevoegdheden hebben de ECB en de nationale centrale banken, in samenwerking met de centrale banken van de toetredende landen, een enorme hoeveelheid voorbereidende werkzaamheden verricht teneinde te zorgen voor een soepele integratie van de toetredende centrale banken in het ESCB. Om deze uitdaging met succes te kunnen aangaan, wierf en werft de ECB nieuwe personeelsleden, en wel met name deskundigen uit de toetredende landen die, door middel van hun kennis en specifieke achtergrond, zullen bijdragen aan de doelmatigheid en dynamiek van de ECB. De presidenten van de centrale banken van de toetredende landen zijn bovendien sinds juni 2003 uitgenodigd om als waarnemers deel te nemen aan de vergaderingen van de Raad van Bestuur, terwijl deskundigen van hun instellingen sinds april 2003 in dezelfde hoedanigheid deelnemen aan de vergaderingen van de ESCB-Comités.

De toetreding van tien nieuwe landen is een belangrijke historische en institutionele gebeurtenis voor de EU, die de Europeanen ertoe aanzette om via het werk van de Conventie voor de Toekomst van Europa een nieuw ontwerp voor de grondwet voor te bereiden. De ECB heeft het werk van de Conventie en de intergouvernementele conferentie nauwgezet gevolgd, en een bijdrage geleverd aan hun beraadslagingen op punten die relevant zijn voor de taken en het mandaat van de ECB en het ESCB. De Raad van Bestuur van de ECB heeft de ontwerpgrondwet in algemene zin verwelkomd, ervan uitgaande dat deze geen veranderingen tot gevolg zou hebben wat betreft de taken, het mandaat, de status en het juridisch kader van de ECB en het ESCB. Het belangrijkste verzoek van de ECB bestond uit het opnemen van een verwijzing naar "niet-inflatoire groei" of "prijsstabiliteit" in artikel I-3, lid 3, betreffende de doelstellingen van de EU. Een dergelijke, passend prominente verwijzing

ontbrak in de tekst van de Conventie. Meer in het bijzonder stelde de ECB tevens voor de onafhankelijkheid van de nationale centrale banken te erkennen in artikel I-29, een verwijzing op te nemen naar de algemeen erkende term “Eurosysteem”, en een expliciete verwijzing naar de verantwoordelijkheden van het ESCB op te nemen in artikel III-90 over hoe de plaats van de euro in het internationale monetaire systeem zou dienen te worden gewaarborgd.

Wat betreft de organisatie en het functioneren van de ECB, was 2003 een jaar vol uitdagingen. Aan het eind van vorig jaar liet de jaarrekening van de ECB een nettoverlies zien van €477 miljoen. Dit verlies, dat voornamelijk het gevolg is van afschrijvingen op de waarde in euro van de door de ECB aangehouden, in Amerikaanse dollar luidende activa, resulteert nadat alle door de ECB verkregen inkomsten in aanmerking zijn genomen, met inbegrip van inkomsten uit in omloop zijnde bankbiljetten, en van het vrijkomen van de in voorgaande jaren getroffen voorziening tegen wisselkoersen renterisico's, ten bedrage van €2,6 miljard. De depreciatie van de Amerikaanse dollar in de loop van vorig jaar heeft geresulteerd in aanzienlijke ongerealiseerde verliezen die – op grond van het voorzichtigheidsbeginsel – als gerealiseerde verliezen in de winst- en verliesrekening worden opgenomen, terwijl ongerealiseerde winsten op herwaarderingsrekeningen worden geboekt. Bovendien hebben de in 2003 heersende historisch lage renteniveaus, en hun beloop ten opzichte van zowel de belangrijkste reservevaluta's van de ECB als de euro, tevens geleid tot een daling van haar rentebaten, waaronder de baten op de activa die de tegenpost vormen van de in omloop zijnde bankbiljetten.

Eind 2003 bedroeg het aantal personeelsleden van de ECB 1.217, vergeleken met 1.109 eind 2002. Vanaf 1 januari 2003 werden alle vacatures opengesteld voor kandidaten die de nationaliteit van een van de toetredende landen bezitten, en startte de ECB met succes

wervingscampagnes specifiek gericht op het werven van voornoemde kandidaten als vertalers, juristes-linguïsten, en juristen. Thans werken 39 personeelsleden uit de toetredende landen op basis van arbeidscontracten met een looptijd van meer dan één jaar.

De ECB is sinds 1998 gestaag gegroeid en het aantal personeelsleden is aanzienlijk toegenomen, hetgeen de instelling ertoe noopte het functioneren van de interne organisatie voortdurend te verbeteren. In deze context besloot de Directie een aantal enquêtes onder het personeel te houden over thema's als de kernwaarden van de instelling, interne communicatie en het functioneren van de organisatie. Op basis van de enquêteresultaten besloot de Directie een veranderingsproces in het bestuur in te zetten onder de titel “ECB in Motion”. Vier projectteams werden gevormd, aangestuurd door een projectbureau en de Directie. In oktober 2003 heeft de Directie een aantal maatregelen goedgekeurd, waarvan de meeste per 1 juli 2004 zouden moeten zijn geïmplementeerd. Ons doel is het functioneren en de doelmatigheid van de ECB te verbeteren, het beheer van de *human resources* op een hoger plan te tillen, en centrale-bankwaarden als doelmatigheid, onpartijdigheid, discretie en hoge ethische normen onder het voltallige personeel te versterken. De essentie van het “ECB in Motion”-project is om het teamconcept vollediger, veelomvattender en doelmatiger toe te passen op de verschillende aspecten van het functioneren van de ECB, ofwel door een betere *empowerment* van personeel, door directere prestatiebeloning van personeel, of door versterking van een open en op samenwerking gerichte omgeving.

Frankfurt am Main, maart 2004



Jean-Claude Trichet

Kunstenaar

Hans Vandekerckhove

Titel

Landschappeling, 2000

Materiaal

Olieverf op canvas

Afmetingen

200 × 160 cm



HOOFDSTUK I

**ECONOMISCHE
ONTWIKKELINGEN EN
MONETAIR BELEID**

I MONETAIR BELEID IN HET EUROGEBIED

1.1 BEOORDELING VAN DE MONETAIRE-BELEIDS-STRATEGIE VAN DE ECB

Na gedurende meer dan vier jaar het monetaire beleid voor het eurogebied ten uitvoer te hebben gelegd, heeft de Raad van Bestuur van de ECB in de eerste helft van 2003 de monetaire-beleidsstrategie van de ECB grondig beoordeeld teneinde de balans op te maken van de tot op dat ogenblik opgedane ervaring. Bij die beoordeling werd rekening gehouden met het publieke debat over de passende vormgeving voor het monetaire beleid en met de resultaten van een aantal technische studies die werden voorbereid door staf van het Eurosysteem als achtergrondmateriaal voor de evaluatie-oefening (zie Kader 1). Op 8 mei 2003 maakte de Raad van Bestuur de resultaten van zijn beoordeling bekend. Deze laatste betrof zowel de kwantificering van de doelstelling van de ECB inzake prijsstabiliteit als het kader voor de analyse van de risico's die de prijsstabiliteit bedreigen.¹

DOELSTELLING VAN PRIJSSTABILITEIT

In oktober 1998 kondigde de Raad van Bestuur van de ECB een kwantitatieve definitie van zijn doelstelling inzake prijsstabiliteit aan. Die doelstelling werd gedefinieerd als "een jaarlijkse stijging van de geharmoniseerde consumptieprijsindex (HICP) voor het eurogebied van minder dan 2%". Door gewag te maken van een stijging van de HICP met minder dan 2%, werd meteen duidelijk dat zowel inflatie als deflatie onverenigbaar is met prijsstabiliteit. De definitie van prijsstabiliteit maakte geen melding van een expliciete ondergrens voor de inflatie, wat wijst op de onzekerheid omtrent de omvang van een mogelijke meetfout in de HICP en op de mogelijke variatie daarvan in de loop van de tijd. De bovengrens werd duidelijk boven nul vastgesteld teneinde in de definitie een veiligheidsmarge tegen deflatierisico's in te bouwen. Terzelfder tijd werd de bovengrens van 2% als voldoende laag beschouwd om de vruchten van de prijsstabiliteit te kunnen plukken.

De Raad van Bestuur beklemtoonde tevens dat "prijsstabiliteit op de middellange termijn dient

te worden gehandhaafd". Dit weerspiegelde de stellingname dat het monetaire beleid niet geschikt is om over korte periodes de prijzen te controleren of economische ontwikkelingen te fijnregelen.

In zijn aankondiging van 8 mei 2003, bevestigde de Raad van Bestuur zijn definitie van prijsstabiliteit. Tegelijkertijd gaf hij duidelijk te kennen, binnen die definitie, de stijging van de consumptieprijzen weliswaar onder, maar op de middellange termijn dicht bij 2% te willen handhaven.

Bij het kwantificeren van de doelstelling van prijsstabiliteit, hield de Raad van Bestuur opnieuw uitdrukkelijk rekening met zowel de aan de inflatie verbonden kosten als de mogelijke argumenten om een matige inflatie te tolereren.

De aan de inflatie verbonden kosten worden duidelijk ingeschat. Recente studies hebben aangetoond dat die kosten in werkelijkheid hoger kunnen liggen dan aanvankelijk verwacht, zelfs bij een matige inflatie. De inflatie verstoort met name de signaalfunctie van het relatieve prijsverloop en zorgt ervoor dat middelen niet langer worden aangewend voor productieve doeleinden, maar wel voor activiteiten die erop gericht zijn de beleggers te beschermen tegen inflatie. Bovendien versterkt de inflatie de vertekende effecten van de belastingen en kan zij de onzekerheid en, derhalve, de risicopremies vergroten, wat de opbouw van kapitaal in de economie hindert. Vanuit een herverdelingsoogpunt, vergroot de inflatie de ongelijkheid aangezien zij de zwakste maatschappelijke groepen, die zichzelf minder goed kunnen beschermen tegen de kosten van de inflatie, benadeelt. Om die reden lijken er, behoudens andere overwegingen, goede argumenten te bestaan voor totale prijsstabiliteit.

Ondanks de aanzienlijke kosten die aan de inflatie verbonden zijn, lijken een aantal over-

¹ Zie ook het artikel getiteld "Uitkomsten van de beoordeling door de ECB van de monetaire-beleidsstrategie" in het juni 2003-nummer van het ECB Maandbericht.

wegingen er evenwel op te wijzen dat het wenselijk zou zijn een gematigde positieve inflatie te handhaven. Het eerste argument betreft het bestaan van een nul-ondergrens voor de nominale rentetarieven en de risico's van deflatie. Het probleem van de ondergrens heeft te maken met het feit dat een centrale bank de nominale rentetarieven niet tot onder nul kan terugdringen. Iedere poging om dat wel te doen, zou wellicht mislukken aangezien het publiek er de voorkeur aan zou geven contanten aan te houden – die een nominaal rendement van nul opleveren – boven het lenen of het aanhouden van deposito's tegen een negatieve rente. Onder deze omstandigheden, zou een langdurige periode van deflatie als gevolg van een opeenvolging van negatieve schokken in de totale vraag het voor de centrale bank moeilijker maken de reële rentetarieven te verlagen teneinde de vraag te stimuleren en de deflatoire druk tegen te gaan. Hoewel er, zelfs als de rente op nul staat, alternatieve beleidsacties mogelijk zijn, verdient het aanbeveling een veiligheidsmarge in acht te nemen door een positieve – maar lage – inflatie na te streven, veeleer dan een nul-inflatie.

Het tweede argument voor het handhaven van een gematigde positieve inflatie betreft de mogelijke aanwezigheid van meetfouten in het indexcijfer die zouden zijn veroorzaakt door, bijvoorbeeld, het niet correct aanpassen van de prijzen aan kwaliteitsveranderingen van bepaalde producten. Dit zou betekenen dat het nastreven van een gemeten inflatiecijfer van nul in werkelijkheid zou kunnen leiden tot een daling van de prijzen. Hoewel niet vaststaat hoe groot de meetfout in de HICP van het eurogebied precies is, kan uit verschillende studies worden afgeleid dat zij wellicht klein is.

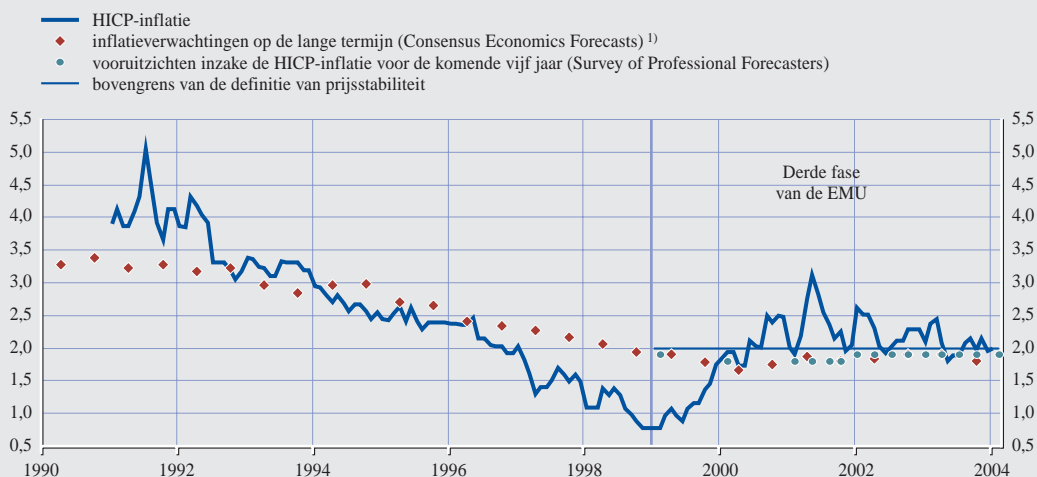
Het derde argument voor het nastreven van lage positieve inflatiecijfers houdt verband met het feit dat, in geval van neerwaartse nominale rigiditeiten, een positief mutatietempo van het prijsniveau mogelijkwijs een gunstig en vereenvoudigend effect sorteert bij de werkelijke aanpassing van de economie aan verschillende schokken. Die rigiditeiten kunnen een gevolg

zijn van de weerstand van producenten en werknemers tegen nominale verlagingen van prijzen en lonen. Hoewel het praktische belang van neerwaartse nominale rigiditeiten hoogst onzeker en het empirisch bewijsmateriaal niet eenduidig zijn, vooral wat het eurogebied betreft, is het van cruciaal belang dat de structurele hervormingen erop gericht zijn de producten- en arbeidsmarkten flexibeler te laten functioneren.

Het handhaven van een lage positieve inflatie op de middellange termijn kan voorts ook worden bepleit door het feit dat er zich binnen een muntunie reële-convergentieprocessen tussen heterogene gebieden voltrekken. Indien op het gebied van inkomens- en productiviteitspeil de regio's nog niet volledig hebben geconvergeerd, kunnen onderlinge structurele inflatieverschillen ontstaan zodat de prijs- (en inkomens-) niveaus in de minder ontwikkelde regio's die in de rijpere economieën van de unie kunnen inhalen. Onder deze omstandigheden is gesteld dat het monetaire beleid een inflatie zou moeten beogen die in alle landen van de unie voldoende hoog is om te voorkomen dat regio's met een lagere inflatie de zware kosten zouden moeten dragen die verbonden zijn aan neerwaartse nominale rigiditeiten of in langdurige periodes van prijsdalingen terecht zouden komen. Het gaat hier om theoretisch gezonde overwegingen die in de praktijk kunnen worden ingepast in een strategie die erop gericht is de inflatie, onder, maar op de middellange termijn dicht bij 2% te handhaven, zoals de Raad van Bestuur op 8 mei duidelijk heeft gemaakt. Er zij in feite opgemerkt dat de huidige graad van convergentie in het eurogebied relatief hoog ligt en er in de huidige situatie geen zwaar probleem lijkt te zijn. Gezien het toetredingsproces, zal de algehele relevantie van dit effect wellicht ook in de toekomst beperkt blijven, gelet op het kleine gewicht van de economieën van de toetredende landen in een uitgebreid eurogebied. Bovendien zullen de toetredende landen aan de convergentiecriteria moeten voldoen teneinde op de euro over te gaan. Daartoe moeten zij het bewijs leveren dat zij voldoende en duurzaam hebben geconvergeerd en dat zij voldoen aan de voorwaarden om een klimaat

Grafiek 1 Inflatieverwachtingen op de lange termijn

(mutaties in procenten per jaar)



Bronnen: Eurostat, Consensus Economics Forecasts, Survey of Professional Forecasters en berekeningen van de ECB.

1) De inflatieverwachtingen op de lange termijn zijn marktvooruitzichten op zes tot tien jaar. Tot december 2002 waren ze opgesteld als een gewogen gemiddelde van de vijf grootste landen van het eurogebied, die meer dan 80% van het bbp van het eurogebied uitmaken.

van lage inflatie in stand te houden vóór de invoering van de euro.

De Raad van Bestuur heeft geoordeeld dat de totale HICP geschikt blijft om na te gaan of een situatie van prijsstabiliteit is bereikt. Op een voor alle landen van het eurogebied geharmoniseerde wijze benadert die index het sterkst de veranderingen die de prijs van een representatieve korf van consumptiegoederen in de loop van de tijd ondergaat. Het is een geloofwaardige en betrouwbare statistiek die op transparante wijze de verbintenis van de ECB toelicht om volledige en effectieve bescherming te bieden tegen verminderingen van het koopkrachtverlies van geld.

Soms wordt beweerd dat centrale banken maatstaven van de “kern” of “onderliggende” inflatie zouden moeten hanteren om hun prioritaire doelstelling te definiëren. Dergelijke maatstaven zijn nuttige analyse-instrumenten, aangezien zij de volatielere componenten en/of tijdelijke factoren uit de totale inflatie verwijderen teneinde de meer fundamentele tendens van het prijsverloop bloot te leggen. Het kiezen van een maatstaf van onderliggende inflatie om prijs-

stabiliteit te definiëren, zou vanuit het oogpunt van het monetaire beleid echter zware nadelen inhouden, vooral een verlies van transparantie. Het zou bovendien vrij arbitrair zijn, aangezien er geen unieke onbetwistbare methode bestaat om dergelijke maatstaven te bepalen. Hoe dan ook, door de doelstelling van prijsstabiliteit te definiëren in termen van totale inflatie, besteedt de ECB in haar monetaire-beleidsoverwegingen geenszins buitensporige aandacht aan het prijsverloop op de korte termijn. De middellange-termijnnoriëntatie van de monetaire-beleidsstrategie van de ECB garandeert dat de Raad van Bestuur zich bij zijn besluitvorming onder geen enkel beding laat leiden door kortetermijnvolatiliteit.

Samenvattend, kan worden gesteld dat de beslissing van de Raad van Bestuur van 8 mei 2003 het gevolg was van de positieve ervaring met de kwantificering van de doelstelling van de ECB inzake prijsstabiliteit en dat zij volledige continuïteit waarborgt met het tot dusver gevoerde monetaire beleid. Zoals blijkt uit Grafiek 1, zijn de inflatieverwachtingen voor de langere termijn in het eurogebied stevig verankerd op een niveau dat in overeenstemming is

met de sedert januari 1999 gehanteerde definitie van prijsstabiliteit, namelijk een inflatie tussen 1,7% en 1,9%. Dit is een merkwaardig resultaat in het licht van de aanzienlijke negatieve prijsschokken die het eurogebied hebben getroffen. Dankzij deze gedegen verankering van de inflatieverwachtingen kan het inflatoire middellange-termijneffect van negatieve prijsschokken onder controle worden gehouden, waardoor eventuele hevige monetaire-beleidsreacties op dergelijke schokken, die op hun beurt de variabiliteit van de productie negatief zouden beïnvloeden, worden vermeden.

ANALYSE VAN DE RISICO'S VOOR PRIJSSTABILITEIT

In oktober 1998 kondigde de Raad van Bestuur van de ECB aan dat zijn benadering ten aanzien van de ordening, de evaluatie en de onderlinge toetsing van de gegevens die relevant zijn voor de beoordeling van de risico's voor prijsstabiliteit gebaseerd zou zijn op twee analytische perspectieven, die vervolgens bekend werden als de "twee pijlers" van de monetaire-beleidsstrategie van de ECB. Dit kader is bedoeld om ervoor te zorgen dat bij een algemene beoordeling van de vooruitzichten inzake prijsstabiliteit geen enkel beleidsrelevant gegeven buiten beschouwing wordt gelaten. Binnen de pijler die een vooraanstaande rol toekent aan de geldhoeveelheid, is een referentiewaarde voor het groeicijfer van een ruim gedefinieerd monetair aggregaat vastgesteld die in overeenstemming is met de doelstelling van de ECB inzake prijsstabiliteit.

Op 8 mei 2003 kondigde de Raad van Bestuur aan dat hij voor zijn monetaire-beleidsbeslissingen zou blijven steunen op een uitgebreide en op de beide pijlers gebaseerde analyse van de risico's voor prijsstabiliteit. De twee pijlers zouden voortaan "de economische analyse" en "de monetaire analyse" worden genoemd. Volgens de Raad van Bestuur zijn beide mettertijd verdiept en uitgebreid naarmate meer gegevens betreffende het eurogebied beschikbaar werden en de technische instrumenten verbeterden; zij zullen ook in de toekomst verder worden ontwikkeld.

De Raad van Bestuur verduidelijkte tevens hoe hij de aanwijzingen afkomstig van deze twee elkaar aanvullende analyses integreert in zijn streven om een algemene beoordeling te maken van de risico's voor prijsstabiliteit. De Raad van Bestuur gaf met name aan dat de monetaire analyse voornamelijk dient als middel voor de onderlinge toetsing, vanuit een perspectief op de middellange tot lange termijn, van de korte- tot middellange-termijnindicaties die uit de economische analyse worden afgeleid.

De economische analyse wordt in de eerste plaats toegespitst op de beoordeling van de huidige economische en financiële ontwikkelingen en op de daaruit voortvloeiende korte- tot middellange-termijnrisico's voor de prijsstabiliteit vanuit het oogpunt van de wisselwerking tussen vraag en aanbod op de goederen-, diensten- en factormarkten tot die tijdshorizonnen. In dit opzicht wordt passende aandacht besteed aan de noodzaak om de aard te achterhalen van de schokken die de economie beïnvloeden, na te gaan welke impact ze hebben op het verloop van kosten en prijzen en wat de korte- tot middellange-termijnvooruitzichten zijn inzake de verspreiding van die impact over de economie.

De economische analyse op zich is evenwel onvoldoende om de mechanismen in kaart te brengen die de monetaire factoren over langere tijdshorizonnen volgen en dus om uit te maken welke langere-termijntendensen ten grondslag liggen aan het prijsverloop. Het monetaire beleid dient derhalve expliciet rekening te houden met de informatie die vervat zit in de middellange-termijntendens van de geldgroei, die empirisch nauw verband houdt met de prijszetting gedurende langere tijdshorizonnen.

Het onbetwiste verband tussen de geldgroei en de inflatie op de middellange tot lange termijn verschaft het monetaire beleid een stevig en betrouwbaar nominaal anker dat verder reikt dan de tijdshorizonnen die gewoonlijk worden gehanteerd bij het samenstellen van inflatievoorspellingen op basis van gestandaardiseerde macro-economische modellen. In die zin impliceert de benadering van de ECB een committe-

ONDERZOEK IN VERBAND MET DE BEOORDELING VAN DE MONETAIRE-BELEIDSSTRATEGIE VAN DE ECB

Tijdens de winter en het voorjaar van 2003, beoordeelde de Raad van Bestuur van de ECB de monetaire-beleidsstrategie van de ECB. Er werden door staf van het Eurosysteem tien achtergrondstudies opgesteld, deels in overleg met externe medeauteurs. De studies waren toegespitst op als relevant beschouwde technische aspecten, zoals de keuze van de prijsindex en de maatstaf die wordt gehanteerd om prijsstabiliteit te definiëren, de indicatorwaarden van de monetaire aggregaten en de stabiliteit van de geldvraag in het eurogebied. Onmiddellijk na de bekendmaking van de resultaten van de beoordeling op 8 mei 2003 werden de technische studies gepubliceerd op de website van de ECB. In november 2003 publiceerde de ECB een gebundelde versie van deze studies.¹

Wat de keuze van de prijsindex betreft, toonde een van de studies aan dat de HICP een geldige maatstaf blijft voor de prijzen in het eurogebied, maar dat de samenstelling ervan nog enigszins vatbaar is voor verbetering. Vooral het frequente herschalen van de nationale indexcijfers is belangrijk om de HICP zo accuraat en vergelijkbaar mogelijk te maken en om de substitutie-vertekening te verkleinen. Een dergelijke vertekening in een prijsindex komt voor als in die index geen rekening wordt gehouden met de mogelijkheid dat wanneer de prijzen van bepaalde producten stijgen, de particulieren er misschien kunnen toe besluiten duurdere goederen te vervangen door goedkopere producten waar ze hetzelfde nut van blijven ondervinden.

Prijsstabiliteit kan op verschillende wijzen worden gedefinieerd: de aankondiging van een specifiek streefcijfer, een bandbreedte of een doelstelling inzake prijsstabiliteit die enkel in kwalitatieve termen wordt uitgedrukt. Eén studie was hierop toegespitst. Het betrof een analyse van enquêtegegevens over de lange-termijn inflatievooruitzichten in 15 industrielanden waaruit bleek dat deze inflatieverwachtingen in de meeste landen stevig verankerd zijn. Na vergelijking van de resultaten met betrekking tot de verschillende specificaties inzake inflatiedoelstelling, toonde de studie aan dat de specifieke kenmerken van de aankondiging geen zichtbaar effect hebben op de mogelijkheid om de inflatievooruitzichten te verankeren.

Een belangrijk punt dat in twee studies werd geanalyseerd, was de nul-ondergrens voor de nominale rentetarieven en de risico's van langdurige deflatie of van een deflatoire spiraal. Hoewel sommige inflatiegebonden kosten ook kunnen voorkomen in periodes van deflatie, zijn er bijzonder ernstige deflatie-specifieke problemen die erop wijzen dat het misschien wenselijk zou zijn bij wijze van veiligheidsmarge een kleine positieve inflatie aan te houden. De beide – op enigszins verschillende theoretische modellen gesteunde – studies over de nul-ondergrens, kwamen tot de conclusie dat de waarschijnlijkheid dat de nul-ondergrens verbindend zou worden, geen kwalitatief belangrijke factor bleek waar de inflatiedoelstelling vastgesteld was op 1% of hoger.

De beslissing van de Raad van Bestuur, in 1998, om een vooraanstaande rol toe te kennen aan de geldhoeveelheid, werd genomen rekening houdend met het feit dat inflatie een monetair fenomeen is op de middellange tot lange termijn. Bij een van de achtergrondstudies werd een grote hoeveelheid theoretische en empirische literatuur geraadpleegd en kwam men tot de conclusie dat het systematisch volgen van de monetaire ontwikkelingen een centrale bank kan hel-

¹ *Background Studies for the ECB's Evaluation of its Monetary Policy Strategy*, ECB, 2003.

pen om potentieel destabiliserende schokken vast te stellen die moeilijk aan het licht zouden kunnen worden gebracht op basis van een reële-sectormodel. In een andere studie werd nagegaan in welke mate de enge geldhoeveelheid de vooruitzichten ten aanzien van het reële bbp zou kunnen verbeteren. In tegenstelling tot de resultaten voor de Verenigde Staten, kwam men in deze studie tot de vaststelling dat M1 in het eurogebied betere en betrouwbaarder prognose-eigenschappen bezit dan de rendementsmarges. In één studie werden formele tests uitgevoerd naar zowel de korte- als de lange-termijn stabiliteit van de ruim gedefinieerde geldhoeveelheid voor het eurogebied. De conclusie was dat de stabiliteit van zowel de lange-termijnparameters als de korte-termijnparameters werd bevestigd. In een andere studie werd nagegaan waarom de ruim gedefinieerde geldhoeveelheid in het eurogebied als geheel stabiel is gebleven dan in de afzonderlijke landen binnen en buiten het eurogebied. In de studie werd met name aangetoond dat de stabiliteit is verhoogd door de geldvraag van de afzonderlijke landen van het eurogebied samen te voegen.

ring om, terwijl op de economische ontwikkelingen wordt gereageerd, de fundamentele factor die bepalend is voor de prijzen over de langere tijdshorizonnen – het groeitempo van de geldhoeveelheid – consequent te volgen.

Het ECB-kader geeft geen aanleiding tot een “versplintering” van de informatie die relevant is voor de beoordeling van de prijsvooruitzichten en het leidt evenmin tot een rigide toewijzing van de indicatoren aan de economische of aan de monetaire analyse. Het maakt integendeel op consistente wijze gebruik van alle onderlinge aanvullingen tussen de relevante informatievariabelen.

Teneinde de onderlinge-toetsingsrol van de monetaire analyse in zijn communicatie met het publiek voldoende tot uitdrukking te brengen, heeft de Raad van Bestuur tevens beslist dat de Inleidende Verklaring van de President tijdens de maandelijkse ECB-persconferentie voortaan een andere structuur zal hebben, die rekening zal houden met de verduidelijking van de monetaire-beleidsstrategie van de ECB.

Teneinde de nadruk te leggen op het lange-termijnkarakter van de referentiewaarde voor de geldgroei als maatstaf voor de beoordeling van de monetaire ontwikkelingen, heeft de Raad van Bestuur besloten de referentiewaarde niet langer ieder jaar te herbeoordelen. Hij zal echter de aan de referentiewaarde ten grondslag liggende voorwaarden en aannames blijven

beoordelen en iedere wijziging in de onderliggende hypothesen zo snel als nodig blijkt, meedelen.

CONCLUSIE

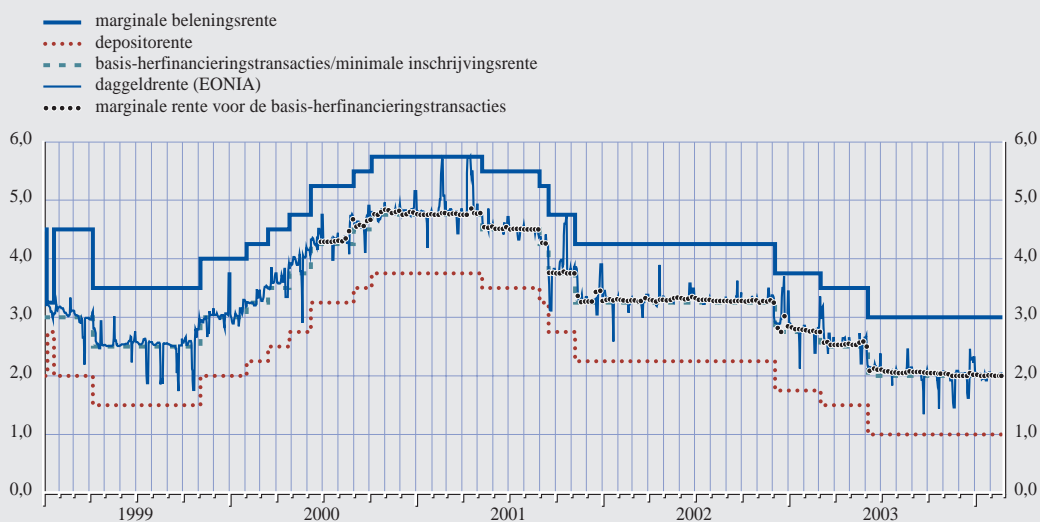
Met zijn aankondiging van 8 mei 2003 heeft de Raad van Bestuur de monetaire-beleidsstrategie van de ECB bevestigd en verduidelijkt. De uitspraak van de Raad van Bestuur dat hij ernaar streeft de inflatie onder, maar dicht bij 2% te handhaven, is volledig in overeenstemming met de door de ECB in oktober 1998 aangekondigde definitie van prijsstabiliteit en volkomen conform het tot dusver gevoerde monetaire beleid. Terzelfder tijd zouden de wijzigingen in de voorstelling van het op twee pijlers gebaseerde kader, de zogeheten “economische analyse” en “monetaire analyse”, het publiek duidelijker inzicht moeten verschaffen in de monetaire-beleidsvoering.

1.2 BASISRENTETARIEVEN VAN DE ECB BEREIKTEN IN 2003 EEN HISTORISCH LAGE STAND

De economische omgeving waarin het monetaire beleid in het eurogebied in de eerste helft van 2003 ten uitvoer werd gelegd, was omgeven door grote onzekerheid als gevolg van de hoge mate van geopolitieke spanning in het Midden-Oosten en de daarmee gepaard gaande turbulenties op de financiële markten en in het vlak van de olieprijsen. Terwijl de reële bbp-groei in de eerste jaarhelft stagneerde, klaarden de

Grafiek 2 ECB-rentevoeten en de daggeldrente

(procenten per jaar; daggegevens)



Bron: ECB.

Toelichting: De rente voor 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.

vooruitzichten voor de economische activiteit in de loop van de zomer geleidelijk op na afloop van het militaire conflict in Irak en de normalisering van de verhoudingen op de financiële markten. Al met al is het reële bbp in het eurogebied in 2003 met slechts 0,4% gegroeid, een teleurstellend resultaat als men bedenkt dat de reële bbp-groei in het eurogebied reeds in 2001 én 2002 onder zijn potentieel tempo was gebleven (met een jaar-op-jaar groeicijfer van respectievelijk 1,6% en 0,9%).

ONDANKS de zwakke economische activiteit, liet de jaarlijkse HICP-inflatie slechts een zeer geringe daling optekenen van gemiddeld 2,3%, zowel in 2001 als in 2002, tot 2,1% in 2003. Zij overschreed aldus in lichte mate de bovengrens van de prijsstabiliteit zoals die door de ECB is gedefinieerd. In 2003 heerste echter de verwachting dat het aanhoudend gematigde verloop van de economische activiteit en de aanzienlijke appreciatie van de euro de inflatoire druk op de middellange termijn zouden temperen.

Overeenkomstig de monetaire-beleidsstrategie van de ECB, vergeleek de Raad van Bestuur de

aanwijzingen van risico's voor de prijsstabiliteit afkomstig van de economische analyse met die afkomstig van de monetaire analyse. Hoewel de geldhoeveelheid, deels als gevolg van portefeuilleherschikkingen, in 2003 krachtig bleef groeien en er sedert medio 2001 een aanzienlijke overliquiditeit werd opgebouwd, werden de inflatoire risico's als gering beschouwd, gelet op de vrij gematigde economische activiteit en de eveneens gematigde groei van de kredietverlening.

In maart en juni 2003 verlaagde de Raad van Bestuur de basisrentetarieven van de ECB met respectievelijk 25 en 50 basispunten. Die beslissingen, die volgden op een verlaging met 50 basispunten in december 2002, waren het resultaat van het feit dat in de eerste helft van het jaar algemeen werd geoordeeld dat de middellange-termijn inflatoire druk aan het afnemen was. Die renteverlagingen brachten de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties op het historisch lage peil van 2,0% en de rente op de marginale beleeningsfaciliteit en die op de depositofaciliteit op respectievelijk 3,0% en 1,0% (zie Grafiek 2).

In de tweede helft van 2003 werd aan die rentetarieven niet meer geraakt, aangezien de Raad van Bestuur oordeelde dat zij op de middellange termijn in overeenstemming waren met de handhaving van prijsstabiliteit.

Een meer gedetailleerde analyse van de monetaire-beleidsbeslissingen in 2003 toont aan dat de economische gegevens er in de eerste maanden van het jaar steeds meer op leken te wijzen dat de economische activiteit gematigd zou blijven en zwakker zou uitvallen dan waar eind 2002 werd van uitgegaan. De toegenomen geopolitieke spanningen in het Midden-Oosten verhoogden de onzekerheid rond de economische vooruitzichten, leidden tot forse stijgingen van de olieprijsen en droegen bij tot een grotere volatiliteit op de financiële markten. Hoewel het meest voor de hand liggende scenario er een was van een geleidelijke versnelling van de reële bbp-groei vanaf de tweede helft van 2003, werden de risico's in een dergelijke omgeving steeds meer negatief ingeschat. De opeenstapeling van macro-economische onevenwichtigheden in belangrijke economische zones buiten het eurogebied deed de onzekerheid rond de wereldwijde opleving nog toenemen.

Begin 2003 bleef de HICP-inflatie boven de 2% doordat de olieprijsstijgingen en de verhogingen van de indirecte belastingen en van de door de overheid gereguleerde prijzen een lichte opwaartse druk op de prijzen veroorzaakten. Het feit dat de jaarlijkse groeicijfers van de minder volatiele HICP-componenten relatief hoog bleven ondanks de gematigde economische activiteit en dat de nominale lonen vrij sterk bleven stijgen ondanks de toename van de werkloosheid en de trage productiviteitsgroei, bracht enige bezorgdheid teweeg over de middellange-termijnvooruitzichten inzake prijsstabiliteit.

Volgens de economische analyse leek alles er begin 2003 evenwel op te wijzen dat de inflatie uiteindelijk zou afnemen en zich op de middellange termijn zou stabiliseren op een peil onder de 2%. De aanhoudende periode van zwakke economische groei werd steeds meer

beschouwd als een factor die uiteindelijk de potentiële opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit zou beperken via zijn impact op de loonen prijsvorming. Bovendien heerste de verwachting dat de sedert het voorjaar van 2002 opgetekende appreciatie van de euro na verloop van tijd de consumptieprijsinflatie zou afremmen.

De geldhoeveelheid bleef begin 2003 stevig groeien, deels als gevolg van de grote, op de economische en financiële markten heersende onzekerheid die aanleiding bleef geven tot portefeuilleherschikkingen ten voordele van in M3 vervatte kortlopende liquide middelen en die aanzette tot meer voorzorgssparen. De aan de monetaire ontwikkelingen verbonden inflatierisico's werden derhalve als gering beschouwd, een oordeel dat werd bevestigd door de continue gematigde groei van de leningen aan de particuliere sector, meer bepaald van de leningen aan de niet-financiële ondernemingen.

Alles in aanmerking genomen, verwachtte de Raad van Bestuur dat de inflatie-afremmende factoren op de middellange termijn de overhand zouden krijgen. Derhalve besloot hij op 6 maart 2003 de basisrentetarieven van de ECB met 25 basispunten te verlagen, wat de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties op 2,5% bracht.

In het tweede kwartaal van 2003 waren er steeds meer tekenen die erop wezen dat de reële economische activiteit zwak was en dat het herstelscenario door neerwaartse risico's bedreigd bleef. De eventuele impact van de militaire operaties in Irak kon aanvankelijk moeilijk worden ingeschat. Ondanks de afname van de geopolitieke spanningen in de loop van het voorjaar, werd het geleidelijk aan duidelijk dat een forse versteviging van het vertrouwen en een krachtige opleving van de economische activiteit niet meteen in het verschiet lagen. Ook de bezorgdheid over de impact van het SARS-virus vertroebelde de economische-groeivooruitzichten in Oost-Azië. Bovendien waren er nog andere neerwaartse risico's die een gevolg waren van de vroegere accumulatie van onevenwichtighe-

den buiten het eurogebied en van de onzekerheid omtrent de omvang van de in de bedrijfssector van het eurogebied nog verder vereiste aanpassing om, na de langdurige periode van zwakke groei en de forse daling van de aandelenprijzen, de productiviteit en de rentabiliteit op te voeren.

De oliepijzen daalden naarmate de onzekerheid rond de afloop van het militaire conflict in Irak afnam. Gezien de economische situatie en de aanhoudende appreciatie van de euro, waren er redenen om er in juni 2003 van uit te gaan dat de jaarlijkse HICP-inflatie op de middellange termijn voldoende sterk onder de 2% zou zakken. Dit algemene inflatiebeeld kwam ook naar voren uit de in juni 2003 door staf van het Eurosysteem samengestelde projecties alsook uit de in het tweede kwartaal van 2003 opgestelde prognoses van andere internationale instellingen.

De vergelijking van de informatie afkomstig van de economische analyse met die van de monetaire analyse, wees uit dat de krachtige groei van M3 blijkbaar steeds meer verband hield met de lage rentetarieven, zoals bleek uit de stevige groei van de meest liquide componenten van M3. Aangezien de overliquiditeit voor een groot deel te maken had met portefeuilleherschikkingen en een geldvraag op grond van voorzorgsmotieven, werd de algemene monetaire situatie echter als minder problematisch beschouwd voor het prijsverloop op de middellange termijn, althans in een periode van gematigde economische activiteit.

Tegen die achtergrond, besloot de Raad van Bestuur op 5 juni 2003 de basisrentetarieven van de ECB met 50 basispunten te verlagen. Die maatregel was conform de doelstelling de inflatie op de middellange termijn onder, maar dicht bij 2% te handhaven en bood enig tegenwicht tegen de verschillende factoren die de economische activiteit ongunstig beïnvloedden.

Tijdens de tweede helft van 2003 werd in het eurogebied eerst een stabilisering van het economische vertrouwen vastgesteld; nadien volgde een geleidelijke versteviging tegen de

achtergrond van een wereldwijd economisch herstel. De onzekerheid op de aandelenmarkten nam flink af, wat het tijdens het tweede kwartaal van het jaar ingezette herstel van de aandelenkoersen stimuleerde. In deze context groeide de waarschijnlijkheid dat de economie van het eurogebied in de tweede helft van 2003 geleidelijk zou opleven, en dat dit herstel in 2004 vastere voet zou krijgen.

Het herstel van de mondiale vraag was de stuwende kracht achter de forse toename van de export van het eurogebied, die compensatie bood voor het geringere externe prijsconcurrentievermogen dat voortvloeide uit de sedert begin 2002 opgetekende sterke appreciatie van de euro. In feite nam de uitvoer van het eurogebied in de tweede helft van 2003 stevig toe, na in het eerste halfjaar te zijn teruggelopen. In de tweede helft van 2003 bleef de binnenlandse vraag zwak. Verwacht werd echter dat het lage rentepeil en de over het algemeen gunstige financieringsvoorwaarden, alsook de positieve ruilvoeteffecten van de waardevermeerdering van de euro de particuliere vraag zouden stimuleren. Bovendien werd door de continue aanpassingsinspanningen in de bedrijfssector – die erop gericht waren de productiviteit en de rentabiliteit op te voeren – de verwachting gesterkt dat de bedrijfsinvesteringen geleidelijk zouden opveren. Alle beschikbare, in de tweede helft van 2003 opgestelde prognoses, inclusief de in december gepubliceerde macro-economische projecties die zijn samengesteld door staf van het Eurosysteem, wijzen voor 2004 en 2005 al met al op een aanhoudende versteviging van de reële bbp-groei in het eurogebied.

De factoren die op de korte termijn dit scenario van geleidelijke economische opleving in het gedrang dreigden te brengen, zijn in de tweede helft van het jaar afgezwakt. Eind 2003 oordeelde de Raad van Bestuur dat deze risico's nagenoeg geneutraliseerd waren. Op de langere termijn bleef er echter onzekerheid bestaan als gevolg van de persistente externe onevenwichtigheden in sommige andere regio's van de wereld en van het mogelijke effect daarvan op de houdbaarheid van de mondiale groei.

In het vlak van de prijzen, liep de jaarlijkse HICP-inflatie in de tweede helft van 2003 minder snel en minder fors terug dan verwacht. Dat was in de eerste plaats het gevolg van het ongunstige verloop van de voedingsmiddelenprijzen en van het feit dat de olieprijs na afloop van het conflict in Irak hoger bleek dan verwacht, ofschoon deze laatste factor werd afgezwakt door de appreciatie van de euro. Bovendien werd de inflatiegraad beïnvloed door de verhogingen van de indirecte belastingen en van de door de overheid gereguleerde prijzen waartoe eind 2003 en begin 2004 werd besloten. In januari 2004 beliep de jaarlijkse HICP-inflatie 1,9%.

Niettemin oordeelde de Raad van Bestuur in de tweede helft van 2003 en begin 2004 dat het vooruitzicht op prijsstabiliteit op de langere termijn gunstig bleef. Aangezien werd verwacht dat het economische herstel zich slechts geleidelijk zou voltrekken, werd ervan uitgegaan dat een gematigde loonontwikkeling in combinatie met een conjuncturele opleving van de productiviteit de groei van de arbeidskosten per eenheid product onder controle zou houden. Daarboven heerste de verwachting dat de nieuwe en aanzienlijke appreciatie van de euro zou blijven bijdragen tot een gematigd verloop van de invoerprijzen, wat – zowel direct als indirect – de consumptieprijsinflatie zou afremmen. In feite steeg de euro in de loop van 2003 met ongeveer 11% in nominale effectieve termen. Terzelfder tijd erkende de Raad van Bestuur dat de eind 2003 en begin 2004 geldende vooruitzichten op prijsstabiliteit afhankelijk waren van een aantal veronderstellingen betreffende, onder meer, de mondiale economische groei, de olieprijs, de wisselkoersen, de loonontwikkelingen en de begrotingsmaatregelen. De Raad van Bestuur achtte het voorts raadzaam de van de obligatiemarkten afkomstige aanwijzingen van toenemende inflatieverwachtingen op de lange termijn van nabij te volgen. Wat de monetaire ontwikkelingen betreft, liet de M3-geldhoeveelheid in het tweede semester van 2003 slechts een lichte vertraging optekenen. Dit wees op vrij geleidelijke portefeuilleherschikkingen, waarbij het accent werd verlegd van

monetaire activa naar langerlopende financiële activa buiten M3. Daarnaast droeg het lage rentepeil bij tot de aanhoudend krachtige groei van de zeer liquide activa. Tegelijkertijd trok de jaarlijkse groei van de kredietverlening aan de particuliere sector in de tweede helft van 2003 aan.

Begin 2004 bleef er in het eurogebied beduidend meer liquiditeit beschikbaar dan wat voor de financiering van niet-inflatoire groei vereist was. De Raad van Bestuur beklemtoonde dat de vraag of de ontstane overliquiditeit zich op de middellange termijn in inflatoire druk zou vertalen, sterk afhankelijk was van de mate waarin de portefeuilleherschikkingen ongedaan werden gemaakt alsook van de toekomstige sterkte van de economische groei. Mocht de overliquiditeit aanhouden, dan zou dat op de middellange termijn immers inflatoire druk teweeg kunnen brengen. In die context beklemtoonde de Raad van Bestuur dat de monetaire ontwikkelingen nauwlettend dienden te worden gevolgd.

In de tweede helft van 2003 en aan het begin van 2004 beschouwde de Raad van Bestuur van de ECB de monetaire-beleidsvoering al met al als adequaat om op de middellange termijn de prijsstabiliteit te handhaven. Als gevolg daarvan werden de basisrentetarieven van de ECB gedurende die periode niet gewijzigd. Terzelfder tijd gaf de Raad van Bestuur te kennen zorgvuldig alle ontwikkelingen te zullen volgen die zijn beoordeling van de risico's voor de prijsstabiliteit op de middellange termijn zouden kunnen beïnvloeden.

2 MONETAIRE, FINANCIËLE EN ECONOMISCHE ONTWIKKELINGEN

2.1 MONETAIRE EN FINANCIËLE ONTWIKKELINGEN

M3-GROEI BLEEF STERK

De medio 2001 ingezette tendens tot een hoge monetaire groei in het eurogebied hield in 2003 aan. Het gemiddelde jaarlijkse groeicijfer van het ruime monetaire aggregaat M3 trok zelfs verder aan van 5,4% in 2001 en 7,2% in 2002 tot 8,0%. Het opgetekende groeipatroon liep echter uiteen in de eerste en de tweede jaarhelft. In de eerste twee kwartalen verstevigde de jaarlijkse M3-groei nog meer en in het tweede kwartaal bereikte hij een piek van 8,5%. Nadien vertraagde die groei enigszins, tot 7,6% in het vierde kwartaal (zie Grafiek 3).

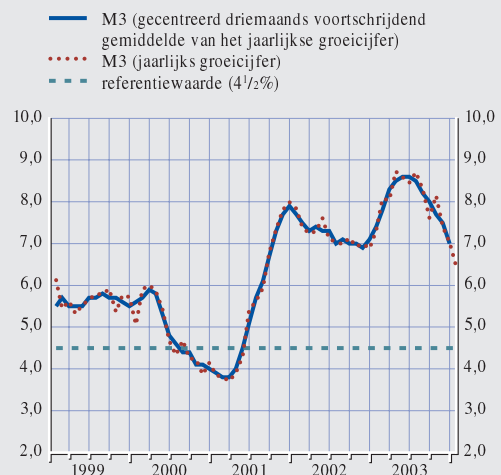
De aanhoudende stijging van de M3-groei in de eerste helft van 2003 weerspiegelde grotendeels een zeer sterke liquiditeitsvoorkeur bij de beleggers in het eurogebied, als reactie op de grote onzekerheid omtrent de financiële markten en de geopolitieke situatie, de op dat ogenblik veel meer onzekere vooruitzichten voor de economische groei en de werkgelegenheid, en de nogal vlakke rendementscurve. De monetaire groei werd ook in de hand gewerkt door het lage rentepeil.

In de tweede helft van het jaar nam de geldgroei maar langzaam af. De verbetering van de verhoudingen op de financiële markten en van de economische vooruitzichten zette de economische subjecten er slechts geleidelijk toe aan opnieuw te beleggen in financiële activa op langere termijn en hun voorzorgssparen te verminderen. Bovendien werd de monetaire groei nog altijd ondersteund door het lage rentepeil.

De stevige M3-groei die vanaf medio 2001 werd opgetekend, resulteerde in de accumulatie van aanzienlijk meer liquiditeiten in het eurogebied dan nodig om een niet-inflatoire groei te financieren. Dit blijkt uit de scherpe stijging van de maatstaven voor geldgroei-divergentie in Grafiek 4, die de cumulatieve afwijkingen van de M3-groei ten opzichte van de referentiewaarde sinds het begin van 1999 weergeven.² Zowel de nominale als de reële geldgroei-diver-

Grafiek 3 M3-groei en de referentiewaarde

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



Bron: ECB.

gentie bleven in 2003 scherp oplopen en tegen het vierde kwartaal bereikten ze hun hoogste niveau sinds de aanvang van de derde fase van de EMU.³

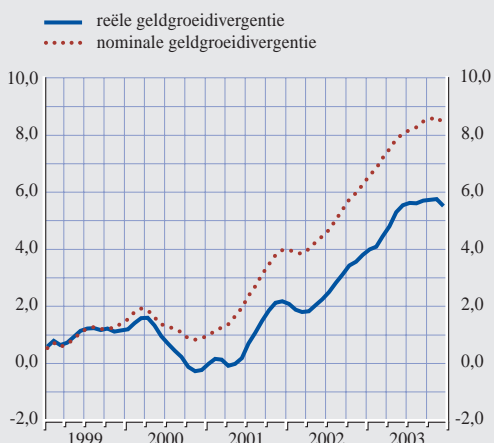
De belangrijkste bijdrage tot de aanhoudend stevige monetaire groei in 2003 kwam van de meest liquide componenten, die deel uitmaken van het enge monetaire aggregaat M1 (zie Tabel 1). Bij die componenten weerspiegelde de voortdurend sterke jaarlijkse groei van de chartale geldomloop het feit dat zowel ingezetenen als niet-ingezetenen van het eurogebied hun chartale-geldtegoeden in 2003 bleven verhogen. Als gevolg daarvan bereikte de chartale geld-

2 De maatstaf van de nominale geldgroei-divergentie is het verschil tussen het werkelijke niveau van M3 en het peil van M3 dat zou zijn bereikt bij een constante M3-groei ten belope van de referentiewaarde van 4½% sinds december 1998 (gekozen als basisperiode). De maatstaf van de reële geldgroei-divergentie is het verschil tussen het werkelijke niveau van M3 gedeefleerd met de HICP en het gedeefleerde peil van M3 dat zou zijn ontstaan bij een constante nominale M3-groei ten belope van de referentiewaarde van 4½% en een HICP-inflatie die overeenstemt met de ECB-definitie van prijsstabiliteit, eveneens met december 1998 als basisperiode.

3 Er dient echter voor ogen te worden gehouden dat de keuze van de basisperiode tot op zekere hoogte willekeurig is. Derhalve moet het peil van die maatstaven van de geldgroei-divergentie omzichtig worden geïnterpreteerd.

Grafiek 4 Ramingen van de nominale en de reële geldgroei-divergentie (money gap)

(in procenten van M3; gecentreerde driemaands voortschrijdende gemiddelden)



Bron: ECB.

Toelichting: Voor meer details, zie voetnoot 2 op de vorige bladzijde.

omloop in de tweede helft van het jaar een peil dat spoort met de lange-termijntrend die werd opgetekend vóór de overgang op de chartale euro. Ook de groei van de girale deposito's was uitgesproken in 2003, door de lage alternatieve kosten die met het aanhouden van dit soort van deposito gepaard gaan en, in het begin van het jaar, door het hoogst onzekere klimaat.

Het jaarlijkse groeitempo van de totale kortlopende deposito's met uitzondering van girale deposito's bleef in 2003 grotendeels stabiel, met een gemiddelde van 5,0%. De economische subjecten hielden minder geld aan in kortlopende termijndeposito's (deposito's met een vaste looptijd tot en met twee jaar), maar het aangehouden bedrag aan kortlopende spaardeposito's (deposito's met een opzegtermijn tot en met drie maanden) nam aanzienlijk toe als gevolg van de geleidelijke daling, in de eerste helft van het jaar, van de typische positieve marge tussen de creditrentetarieven van de MFI's op dit soort van deposito's.

Ten slotte liep het jaarlijkse groeitempo van de verhandelbare instrumenten terug van 11,3% in 2002 tot 8,4% in 2003. Deze daling, die zich hoofdzakelijk voordeed in de tweede helft van 2003, wijst erop dat de economische subjecten hun beleggingen in veilige korte-termijntegoeden die in M3 zijn vervat, begonnen terug te schroeven naarmate de onzekerheid op de financiële markt afnam en de rendementscurve steiler werd.

De jaarlijkse M3-groei liep verder terug tot 6,4% in januari 2004, wat het vermoeden versterkte dat de beleggers van het eurogebied in

Tabel 1 Overzichtstabel van de monetaire variabelen

(mutaties in procenten per jaar; de jaar- en kwartaalcijfers zijn gemiddelden; voor seizoen- en kalendereffecten gecorrigeerd)

	2002	2003	2002 kw 4	2003 kw 1	2003 kw 2	2003 kw 3	2003 kw 4	2004 jan.
M1	7,6	11,0	8,8	10,1	11,3	11,5	11,2	11,2
Chartale geldomloop	-11,8	32,2	12,9	39,1	35,7	29,6	26,2	25,0
Girale deposito's	10,9	8,2	8,2	6,6	8,1	8,9	9,1	9,1
M2 - M1 (= overige kortlopende deposito's)	5,7	5,0	4,8	4,3	5,5	5,7	4,7	3,7
Deposito's met een vaste looptijd tot en met twee jaar	2,3	-1,0	1,5	0,4	0,0	-1,5	-3,2	-3,7
Deposito's met een opzegtermijn tot en met drie maanden	8,5	9,9	7,6	7,5	9,9	11,4	10,9	9,4
M2	6,6	8,0	6,7	7,1	8,3	8,5	7,9	7,4
M3 - M2 (= verhandelbare instrumenten)	11,3	8,4	8,5	10,5	9,8	7,4	6,0	1,1
M3	7,2	8,0	7,0	7,6	8,5	8,3	7,6	6,4
Kredietverlening aan ingezetenen van het eurogebied	4,5	5,1	4,1	4,2	4,8	5,4	5,9	5,9
Kredietverlening aan de overheid	1,6	4,3	2,0	2,1	3,5	4,9	6,6	6,2
Leningen aan de overheid	-1,0	0,2	-1,2	-1,2	-0,4	1,0	1,5	1,4
Kredietverlening aan de particuliere sector	5,3	5,3	4,7	4,8	5,1	5,5	5,7	5,8
Leningen aan de particuliere sector	5,3	5,0	4,8	5,0	4,6	4,9	5,3	5,5
Langerlopende financiële passiva (m.u.v. kapitaal en reserves)	4,4	5,6	5,2	5,1	5,2	5,6	6,4	7,1

Bron: ECB.

hun portefeuilles geleidelijk overschakelden op langerlopende en meer risicovolle financiële activa die niet tot M3 behoren. Tegelijkertijd bleef het lage rentepeil de vraag naar monetaire activa aanwakkeren.

TOENEMENDE GROEI VAN DE KREDIETVERLENING DOOR MFI'S AAN DE PARTICULIERE SECTOR

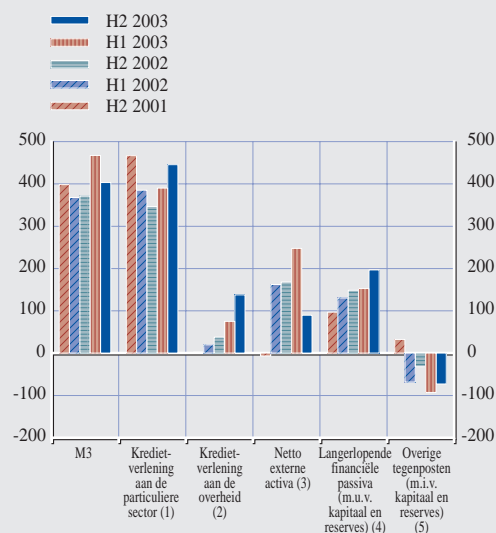
Grafiek 5 geeft een overzicht van de jaarlijkse aanwas van M3 en de tegenposten ervan in de geconsolideerde balans van de MFI-sector. De sterkere groei van M3 in de eerste helft van 2003 beruiste hoofdzakelijk op een toename van de jaarlijkse stijging van de netto externe activa van de MFI-sector in het eurogebied en op een toenemende groei van het totale volume van de kredieten van MFI's aan ingezetenen van het eurogebied, terwijl de expansie van de langerlopende financiële passiva (met uitzondering van kapitaal en reserves) van de MFI's in die periode grotendeels stabiel bleef. In de tweede helft van 2003 ging de vertraging van de M3-groei gepaard met een stijging van het groeitempo van de langerlopende financiële passiva (met uitzondering van kapitaal en reserves) van de MFI's en een daling van de jaarlijkse toename van de netto externe activa van de MFI's. Kennelijk begonnen de beleggers opnieuw meer te beleggen in binnen- en buitenlandse langerlopende activa, naarmate de rendementscurve steiler werd en de financiële onzekerheid afnam. De expansie van de totale kredietverlening door MFI's aan de ingezetenen van het eurogebied bleef echter toenemen.

Uit een nadere beschouwing van de kredietontwikkelingen blijkt dat de jaarlijkse groei van de MFI-kredietverlening aan ingezetenen van het eurogebied gestegen is van 4,1% in het vierde kwartaal van 2002 tot 5,9% in het laatste kwartaal van 2003. Deze stijging weerspiegelde de grotere kredietbehoeften van zowel de particuliere sector als de overheid.

Na een daling tussen medio 2000 en eind 2002 bleef de jaarlijkse groei van de MFI-leningen aan de particuliere sector (die 87% van de MFI-kredietverlening aan de particuliere sector uitmaakt) in de eerste helft van 2003 relatief sta-

Grafiek 5 Ontwikkeling M3 en tegenposten

(twaalfmaands stromen; per ultimo; EUR miljarden; voor seizoen- en kalendereffecten gecorrigeerd)



Bron: ECB.
M3 = 1 + 2 + 3 - 4 + 5

biel, alvorens in de tweede helft van het jaar aan te trekken. Vooral in de eerste helft lijkt de zwakke economische groei de invloed van de lage bancaire debetrente in het eurogebied ongedaan te hebben gemaakt. Nadien is de kredietvraag, dankzij de verbeterde economische vooruitzichten, enigszins toegenomen.

Vanuit een lange-termijnperspectief gezien, lag de gemiddelde jaarlijkse groei van de leningen aan de particuliere sector in 2003, in reële termen, zowat 1¼ procentpunt onder zijn lange-termijngemiddelde sinds 1980. In vergelijking met voorgaande periodes van aanhoudend zwakke economische activiteit bleef de dynamiek in de kredietverlening in 2003 echter relatief krachtig, ten gevolge van de structureel lagere rentetarieven die sinds de invoering van de euro van toepassing zijn.

In 2003 zette de ECB een driemaandelijke enquête naar kredietverlening door banken in het eurogebied op. De enquête verschaft informatie over de vraag- en aanbodvoorwaarden op

de kredietmarkten van het eurogebied en is ontworpen als aanvulling op andere statistieken inzake rentetarieven en kredietverlening van de MFI's.⁴ Begin 2003 deelde bijna de helft van de deelnemende banken mee dat ze aan strakkere financieringsvoorwaarden voor leningen aan bedrijven werkten. In de loop van het jaar waren er echter steeds minder banken die gewag maakten van een verstrakking van de kredietvoorwaarden, wat wees op een zekere stabilisatie van deze voorwaarden in het eurogebied. Voor de leningen aan huishoudens waren er gedurende het hele jaar weinig banken die een verstrakking van de leencriteria meldden, wat een relatief krachtige expansie van de leningen (vooral die voor woningfinanciering) aan huishoudens in 2003 kan hebben ondersteund.

De kredietverlening aan de overheid versnelde in de loop van 2003 aanzienlijk. Deze versnelling weerspiegelde de stijging van de overheidstekorten, die op haar beurt grotendeels verband hield met de zwakke economische groei in het eurogebied.

LIQUIDITEIT BLEEF RUIM

Samengevat, bleef de jaarlijkse M3-groei in 2003 stevig, ondanks de in de tweede helft van het jaar opgetekende vertraging. Bijgevolg werd in het eurogebied meer liquiditeit opgebouwd dan nodig was om een niet-inflatoire economische groei te financieren. De inflatierisico's verbonden aan die hoge overliquiditeit werden echter als gering beschouwd, aangezien de ruime liquiditeit in belangrijke mate voortvloeide uit eerdere portefeuilleschikkingen, en omdat de economische activiteit zwak bleef. De relatief matige groei van de MFI-leningen aan de particuliere sector in 2003 ondersteunde die beoordeling.

Als in de toekomst de afwikkeling van eerdere portefeuilleschikkingen niet sneller verloopt, bestaat het gevaar dat zodra de economische activiteit sterk aantrekt, de overliquiditeit gaat leiden tot bestedingen en tot inflatoire spanningen op de middellange termijn. Om die reden heeft de Raad van Bestuur herhaaldelijk

de noodzaak beklemtoond om de monetaire ontwikkelingen nauw te volgen.

UITGIFTE VAN SCHULDBEWIJZEN NEEMT TOE

In 2003 groeide de markt van de door ingezetenen van het eurogebied uitgegeven schuldbewijzen iets sneller dan in 2002. De jaarlijkse groei van de uitstaande schuldbewijzen steeg van 6,3% aan het einde van 2002 tot 7,3% eind 2003. De hogere totale groei kwam grotendeels voor rekening van de ontwikkelingen op de markt van langlopende schuldbewijzen, die goed was voor 90,5% van het eind 2003 uitstaande totale bedrag aan door ingezetenen van het eurogebied uitgegeven schuldbewijzen. De bruto-uitgifte van in euro luidende schuldbewijzen door ingezetenen van het eurogebied vertegenwoordigde ongeveer 94% van de emissies in alle valuta's in 2003. De euro bleef ook een aantrekkelijke valuta voor internationale emittenten, aangezien het uitstaande bedrag aan door niet-ingezetenen van het eurogebied uitgegeven, in euro luidende schuldbewijzen tijdens het jaar 2003 met 17,4% is gestegen, tegen 12,9% in de loop van 2002.

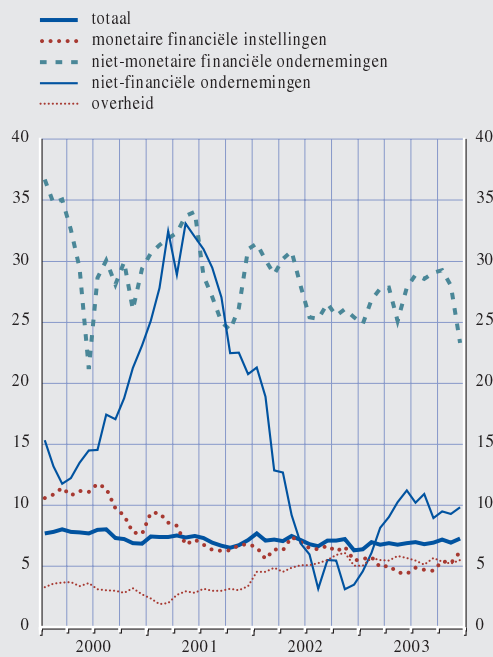
Wat de ingezeten emittenten betreft, trok de jaarlijkse aanwas van de door de overheid uitgegeven schuldbewijzen aan van 5,0% eind 2002 tot 5,5% eind 2003 (zie Grafiek 6). Dit was in de eerste plaats toe te schrijven aan een toename van de uitgifteactiviteit van de deelsector centrale overheid, van 4,1% eind 2002 tot 4,7% eind 2003. Het jaarlijkse groeitempo van de schuldbewijzen uitgegeven door de andere deelsector van de overheid, die voornamelijk bestaat uit lokale en regionale overheden, verminderde (van 28,0% eind 2002) tot 21,9% eind 2003. De relatief hoge uitgifteactiviteit in beide deelsectoren van de overheid weerspiegelt de minder gunstige begrotingsontwikkelingen in het algemeen en de aanhoudend grote financieringsbehoeften buiten de centrale overheid in het bijzonder.

De jaarlijkse groei van de door MFI's uitgegeven schuldbewijzen steeg van 5,4% eind 2002

⁴ Zie het artikel "Een enquête naar kredietverlening door banken in het eurogebied" in het ECB Maandbericht van april 2003.

Grafiek 6 Sectorale uitsplitsing van de uitgifte van schuldbewijzen door ingezetenen van het eurogebied

(mutaties in procenten per jaar)



Bron: ECB.

Toelichting: De groeicijfers zijn gebaseerd op financiële transacties en zijn gecorrigeerd voor herrubriceringen, herwaarderingsen, wisselkoersbewegingen en andere veranderingen die niet uit transacties voortvloeien.

tot 6,2% eind 2003. De jaarlijkse groei van de door niet-financiële ondernemingen uitgegeven schuldbewijzen nam daarnaast scherp toe van 3,5% eind 2002 tot 9,8% eind 2003. De jaarlijkse aanwas van de uitgifte van schuldbewijzen door niet-monetaire financiële ondernemingen bedroeg 23,3% aan het einde van 2003, tegen 25,4% eind 2002. De stevige totale uit-

gifteactiviteit door de particuliere, niet tot de MFI's behorende sector werd ondersteund door een verdere verbetering van de financieringsvoorwaarden en een hoger ondernemersvertrouwen in de loop van 2003 (zie Kader 2). De scherpe versnelling van de groei van de schuldbewijzen uitgegeven door niet-financiële ondernemingen in de loop van 2003 moet worden gezien tegen de achtergrond van een gematigde uitgifteactiviteit tijdens de tweede helft van 2002, toen heel wat ondernemingen hun kortlopende passiva probeerden terug te schroeven om zich te beschermen tegen financiële beroering. De sterke opleving van de uitgifteactiviteit in 2003 was toe te schrijven aan de toename van de jaarlijkse groeicijfers van zowel de kort- als de langlopende schuldbewijzen.

Als gevolg van die ontwikkelingen bleef de verhouding van de uitstaande schuldbewijzen uitgegeven door zowel niet-monetaire financiële als niet-financiële ondernemingen in het totale uitstaande bedrag aan door ingezetenen van het eurogebied uitgegeven schuldbewijzen toenemen van 13,4% eind 2002 tot 14,5% eind 2003. Dit spoorde met de trend van het toenemende aandeel van de niet tot de MFI-sector behorende bedrijven in de totale uitgifte van schuldbewijzen tijdens de voorgaande jaren (zie Tabel 2). Tegenover die ontwikkeling in 2003 stond een daling van het aandeel van de MFI-sector tot 38,0% eind 2003, terwijl het aandeel van de overheidssector in de omloop van schuldbewijzen nagenoeg onveranderd bleef op 47,5%.

Tabel 2 Sectoraal aandeel van de uitstaande bedragen van schuldbewijzen uitgegeven door ingezetenen van het eurogebied

(procenten; per ultimo)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
MFI's	37,2	38,6	39,0	38,6	38,4	38,0
Niet tot de MFI-sector behorende ondernemingen	8,1	9,5	11,2	12,9	13,4	14,5
<i>Niet-monetaire financiële ondernemingen</i>	3,1	4,2	5,1	6,1	6,9	7,8
<i>Niet-financiële ondernemingen</i>	4,9	5,3	6,1	6,8	6,6	6,7
Overheid	54,7	51,9	49,8	48,5	48,1	47,5
<i>Centrale overheid</i>	53,1	50,3	48,1	46,7	45,9	45,0
<i>Andere deelsectoren van de overheid</i>	1,7	1,6	1,6	1,8	2,2	2,5

Bron: ECB.

DE MARKT VOOR SCHULDBEWIJZEN VAN BEDRIJVEN IN DE LANDEN VAN HET EUROGEBIED

Een brede en diepe markt voor schuldbewijzen van bedrijven vormt een levensvatbare alternatieve financieringsbron voor ondernemingen. Dit zou belangrijke gevolgen kunnen hebben voor de economische ontwikkelingen. Wanneer een onderneming besluit effecten uit te geven, is dat voornamelijk wegens haar behoefte aan geldmiddelen, en bij de keuze van het instrument houdt ze rekening met een aantal aspecten, waaronder belastingen, kans op faillissement en andere kosten.

In het kader van dit artikel bestaat de bedrijfssector uit de niet-financiële en de niet-monetaire financiële ondernemingen, en worden de MFI's buiten beschouwing gelaten. De niet-monetaire financiële ondernemingen omvatten verzekeringsmaatschappijen en andere financiële intermediairs. Het overgrote deel van de uitgifte van schuldbewijzen door niet-monetaire financiële ondernemingen wordt echter uitgevoerd door wat bekend staat als "special financing vehicles". Dit zijn instellingen die financiële activiteiten ontplooiën met als belangrijkste doelstelling middelen aan te trekken namens een derde, zoals een kredietinstelling, een niet-financiële onderneming, een beleggingsfonds of de overheid. Die instellingen zijn in sommige gevallen juridisch in eigendom bij de ondernemingen waar ze middelen aan verschaffen, maar hebben in andere gevallen geen vermogensbanden met die ondernemingen; ze worden opgericht met het doel een bepaalde financiële transactie te vergemakkelijken. In dit laatste geval staan ze bekend als special purpose vehicles (SPV's). SPV's dienen louter als kanaal voor het sluisen van middelen van kredietgevers naar kredietnemers. Ze mogen geen andere activiteiten uitoefenen dan de transactie waar ze voor zijn opgericht en ze beschermen de belegger tegen een mogelijk faillissement van de oorspronkelijke eigenaar van de activa (originator).¹

Het gemiddelde jaarlijkse groeicijfer van de uitgifte van in euro luidende schuldbewijzen door het bedrijfsleven overtrof ruimschoots de gemiddelde jaarlijkse groei van de in euro luidende schuldbewijzen die door alle sectoren samen zijn uitgegeven sinds de aanvang van de derde fase van de EMU. Het uitstaande bedrag van de door niet-financiële ondernemingen uitgegeven, in euro luidende schuldbewijzen is met gemiddeld 14% gegroeid sinds januari 1999, wat aanzienlijk hoger is dan het gemiddelde groeicijfer van 2% voor die sector tijdens de tweede fase van de EMU. Hetzelfde geldt voor de door niet-monetaire financiële ondernemingen uitgegeven, in euro luidende schuldbewijzen, waarvan de gemiddelde groei op jaarbasis 37% bedroeg sinds januari 1999, tegen 11% tijdens de tweede fase van de EMU. De huidige markt voor schuldbewijzen van bedrijven in het eurogebied is verruimd tot een verscheidenheid aan emitenten met uiteenlopende financieringsbehoeften en afkomstig uit verschillende economische sectoren met een variabele kredietwaardigheid. De oorspronkelijke markt voor schuldbewijzen van bedrijven die beperkt bleef tot kredietnemers met een AA-rating of hoger, is uitgegroeid tot een markt met een steeds breder gamma aan kredietratings. Terzelfder tijd is het spectrum van de economische sectoren uitgebreid. Hoewel de uitgifte van niet-financiële schuldbewijzen in de jaren 2000 en 2001 werd gedomineerd door de sector telecommunicatie, media en technologie, was het aandeel van die sector in de uitgifteactiviteit in 2003 teruggelopen tot het vóór de invoering van de eenheidsmunt opgetekende peil.

¹ Voor meer gedetailleerde informatie over effectisering, zie het kader in het artikel getiteld "Recente ontwikkelingen binnen de financiële structuur in het eurogebied" in het ECB Maandbericht van oktober 2003, pag. 47-49.

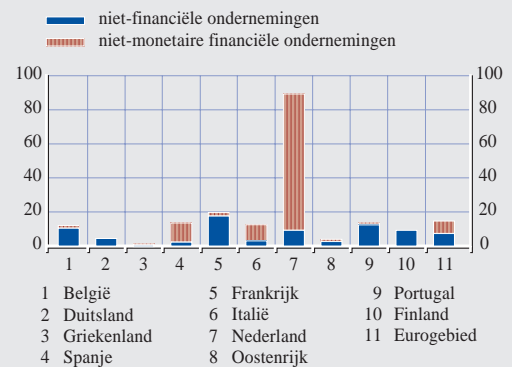
Hoewel de markt voor schuldbewijzen van bedrijven de laatste drie jaar zeer sterk gegroeid was in het eurogebied (zie Grafiek 6 in de hoofdtekst), is de neiging om de directe toegang tot die markt te verhogen allesbehalve even groot in de landen van het eurogebied.² Uit de grafiek blijkt dat de markt voor schuldbewijzen uitgegeven door niet-financiële ondernemingen relatief goed ontwikkeld is in Frankrijk, dat eind 2003 meer dan de helft van het uitstaande bedrag van dergelijke effecten voor zijn rekening nam. De markten voor schuldbewijzen van bedrijven in Portugal, Finland, Nederland en België zijn eveneens vrij goed ontwikkeld. De verschillen tussen de landen zijn echter in zekere mate toe te schrijven aan het feit dat een deel van de schuldbewijzen van bedrijven werden uitgegeven via financiële dochterinstellingen.

In het eurogebied hing de snelle groei van de uitgifte van bedrijfsobligaties sinds 1999 doorgaans nauw samen met de golf van fusies en overnames, wat gedeeltelijk kan verklaren waarom de financiering via de uitgifte van schuldbewijzen vrij sterk verschilt in de economieën van het eurogebied. Een andere reden waarom de emissie van bedrijfsobligaties in de landen van het eurogebied in verschillende mate wordt gehanteerd, is dat het institutionele en fiscale kader en andere historisch bepaalde kenmerken die de financiële structuur gestalte geven, aanzienlijk uiteenlopen van het ene land tot het andere.

De verschillen tussen de landen van het eurogebied zijn zelfs nog meer uitgesproken op de markt van de door niet-monetaire financiële ondernemingen uitgegeven schuldbewijzen (zie de grafiek). Volgens ECB-statistieken is Nederland voor die effecten de belangrijkste markt, uitgedrukt in bbp, op enige afstand gevolgd door Italië en Spanje. Nederland was eind 2003 goed voor zowat 60% van het uitstaande bedrag van de in euro luidende schuldbewijzen uitgegeven door niet-monetaire financiële ondernemingen. De situatie in Nederland is tot op zekere hoogte toe te schrijven aan fiscale factoren. De echte eindbegunstigden zijn in vele gevallen ingezetenen van andere eurolanden, die de “special financing vehicles” in Nederland enkel gebruiken als specifieke financieringsinstelling. De binnenlandse activiteit in Nederland is hoofdzakelijk het gevolg van de effectisering van door MFI's verstrekte hypothecaire leningen.³ Deze “mortgage-backed securities”, waarbij de kredietnemer of originator (b.v. de MFI) de leningen verkoopt aan een SPV, zijn niet hetzelfde als gedekte obligaties; dit zijn namelijk schuldbewijzen met als onderpand leningen die op de balans van de kredietnemer of de emittent blijven (b.v. de MFI). Deze laatste staan ook bekend als producten van het “Pfandbrief”-type. Al met al verklaren institutionele, fiscale en historische factoren, net als voor de door niet-financiële ondernemingen uitgegeven schuldbewijzen, grotendeels de verschillen in omvang van de door niet-monetaire financiële ondernemingen uitgegeven schuldbewijzen in de diverse economieën van het eurogebied.

Uitstaande bedragen aan in euro luidende schuldbewijzen uitgegeven door niet tot de MFI-sector behorende ondernemingen van het eurogebied

(procenten nationaal bbp, eind december 2003)



Bronnen: ECB en Eurostat.

Toelichtingen: De beschikbare ECB-statistieken omtrent effectenemissies zijn momenteel niet geharmoniseerd op het niveau van het eurogebied, wat aanleiding geeft tot verschillen tussen de gegevens van de lidstaten. Er zijn geen ECB-statistieken omtrent effectenemissies beschikbaar voor de uitstaande bedragen van schuldbewijzen uitgegeven door in Ierland en Luxemburg gevestigde niet tot de MFI-sector behorende ondernemingen. De bbp-gegevens hebben betrekking op 2002.

² Zie “Report on financial structures”, ECB, 2002.

³ Zie het artikel “Toenemend belang van securitisatie en special purpose vehicles (SPV's)”, De Nederlandsche Bank, Statistisch Bulletin december 2003, pag. 31-35.

Tabel 3 Financiering en financiële beleggingen van de niet-financiële sector in het eurogebied

	Uitstaand bedrag in procenten van de (sectorale) financiering/financiële beleggingen ¹⁾	Jaarlijkse groei in procenten (per ultimo) ²⁾						
		2000	2001	2002	2003 kw 1	2003 kw 2	2003 kw 3	2003 kw 4 ²⁾
Financiering								
Niet-financiële sector	100	6,2	4,5	3,9	4,3	4,7	5,0	5
Schuldfinanciering ³⁾	84,7	7,3	5,6	4,7	5,3	5,6	5,8	5 3/4
<i>waarvan:</i> kortlopende schuldfinanciering	15,0	11,5	5,4	2,1	5,2	7,1	6,5	5
<i>waarvan:</i> langlopende schuldfinanciering	69,7	6,4	5,6	5,3	5,3	5,2	5,6	5 3/4
Huishoudens ^{3),4)}	23,2	7,4	5,7	6,6	6,6	6,3	7,0	7 1/4
<i>waarvan:</i> kortlopende schuldfinanciering	7,3	6,3	-0,7	1,9	1,0	-1,0	-1,3	-1 1/2
<i>waarvan:</i> langlopende schuldfinanciering	92,7	7,5	6,3	7,0	7,1	7,0	7,7	8
Niet-financiële ondernemingen	43,4	8,4	5,1	2,5	2,9	3,3	3,5	3 1/4
Schuldfinanciering ³⁾	64,8	14,6	8,8	3,9	4,9	5,1	4,9	4 3/4
<i>waarvan:</i> kortlopende schuldfinanciering	19,3	20,6	4,7	-2,5	0,4	3,9	3,0	3
<i>waarvan:</i> langlopende schuldfinanciering	45,5	11,8	10,9	7,0	7,0	5,6	5,7	5 1/2
Beursgenoteerde aandelen	35,2	3,4	1,5	0,7	0,4	0,8	1,0	3/4
Overheid ³⁾	33,4	1,9	2,8	4,1	4,8	5,5	5,7	5 1/4
<i>waarvan:</i> kortlopende schuldfinanciering	14,8	-1,9	9,5	11,6	16,5	16,2	15,7	11 1/2
<i>waarvan:</i> langlopende schuldfinanciering	85,2	2,5	1,8	2,9	3,0	3,7	4,0	4 1/4
Financiële beleggingen	100	6,0	4,6	4,4	4,5	5,0	5,1	.
<i>waarvan:</i> kortlopende financiële beleggingen ⁵⁾	43,1	3,8	5,8	5,3	5,3	5,9	5,4	.
<i>waarvan:</i> langlopende financiële beleggingen ⁶⁾	55,7	7,2	4,3	4,0	4,0	4,1	4,5	.
Chartaal geld en deposito's	37,9	3,4	4,6	4,9	5,9	6,5	6,7	.
Effecten met uitzondering van aandelen	13,3	9,2	7,7	4,2	0,7	-0,7	-1,8	.
Beleggingsfondsen	12,2	6,2	5,6	4,3	5,3	6,8	6,7	.
<i>waarvan:</i> beleggingsfondsen met uitzondering van geldmarktfondsen	9,6	7,0	3,7	3,1	4,2	5,6	6,3	.
<i>waarvan:</i> geldmarktfondsen	2,7	0,1	21,1	11,3	11,2	12,9	8,7	.
Beursgenoteerde aandelen	12,2	6,1	-0,4	1,0	1,6	2,4	3,3	.
Verzekeringstechnische reserves	24,4	8,5	7,2	6,5	6,4	6,5	6,5	.

Bron: ECB.

1) Per ultimo derde kwartaal 2003. Als gevolg van afronding komen de cijfers niet steeds op 100 uit.

2) De in de tabel weergegeven cijfers voor het meest recente kwartaal zijn geraamd op basis van in monetaire en bancaire statistieken vermelde transacties en van statistieken omtrent effectenemissies.

3) Schuldfinanciering omvat leningen, uitgegeven schuldbewijzen, pensioenfondsenreserves van niet-financiële ondernemingen en depositoverplichtingen van de centrale overheid. Kortlopende schuldfinanciering (met een oorspronkelijke looptijd tot en met een jaar) omvat kortlopende leningen, kortlopende uitgegeven schuldbewijzen en depositoverplichtingen van de centrale overheid. Langlopende schuldfinanciering (met een oorspronkelijke looptijd van meer dan een jaar) omvat langlopende leningen, langlopende uitgegeven schuldbewijzen en pensioenfondsenreserves van niet-financiële ondernemingen.

4) Met inbegrip van instellingen zonder winstoogmerk ten behoeve van huishoudens.

5) De kortlopende financiële beleggingen omvatten chartaal geld en deposito's (met uitzondering van deposito's van de centrale overheid), kortlopende schuldbewijzen en geldmarktfondsen. Doordat de deposito's van de centrale overheid buiten beschouwing blijven, komen de kort- en langlopende financiële beleggingen niet exact uit op 100%. Bij de interpretatie van deze cijfers moet voor ogen worden gehouden dat zowel de kort- als de langlopende deposito's begrepen zijn in de kortlopende financiële beleggingen.

6) De langlopende financiële beleggingen omvatten langlopende schuldbewijzen, beleggingsfondsen met uitzondering van geldmarktfondsen, beursgenoteerde aandelen en verzekerings- en pensioenproducten.

HERSTEL VAN DE TOTALE FINANCIERING VAN DE NIET-FINANCIËLE SECTOR IN HET EUROGEBIED

De jaarlijkse groei van de financiering van de niet-financiële sector in het eurogebied ⁵ trok gedurende 2003 ietwat aan (zie Tabel 3). Het jaarlijkse groeitempo van de schuldfinanciering is naar schatting toegenomen tot 5 3/4% in het vierde kwartaal van 2003, terwijl die van de financiering via beursgenoteerde aandelen naar raming op een laag peil bleef. Een en ander weerspiegelt de zeer

gunstige kosten van schuldfinanciering en de relatief hoge kosten van aandelenfinanciering.

De vraag van de huishoudens naar schuldfinanciering bleef in de loop van 2003 sterk toenemen, ondanks de zwakke economische groei (zie Grafiek 7). Dit hield verband met de aan-

5) De niet-financiële sector omvat de huishoudens (met inbegrip van de instellingen zonder winstoogmerk ten behoeve van huishoudens), de niet-financiële ondernemingen en de overheid.

houdend krachtige vraag naar leningen voor woningaankopen, die werd geschraagd door een verdere stijging – vooral in sommige landen – van de huizenprijzen en door het lage peil van de hypotheekrente. De groei op jaarbasis van de kortlopende schuldfinanciering nam geleidelijk af en werd in het tweede kwartaal van 2003 negatief.

De jaarlijkse groei van de schuldfinanciering van de niet-financiële ondernemingen herstelde zich enigszins in de eerste helft van 2003, wat hoofdzakelijk verband hield met de toename van de kortlopende schuldfinanciering. In de tweede helft van het jaar, daarentegen, bleef het jaarlijkse groeitempo van de schuldfinanciering van de niet-financiële ondernemingen grotendeels stabiel. In totaal leidde het verloop van de schuldfinanciering van de niet-financiële ondernemingen tot een grotendeels stabiele schuldquote van die sector in de afgelopen jaren (zie Grafiek A in Kader 3).

In tegenstelling tot de relatief krachtige groei van de schuldfinanciering bleef de jaarlijkse groei van de door niet-financiële ondernemingen uitgegeven beursgenoteerde aandelen in 2003 gematigd. In de loop van het jaar werd echter een licht herstel opgetekend dat samenhang met een stijging van de aandelenkoersen, waardoor de kosten van aandelenfinanciering lager uitvallen.

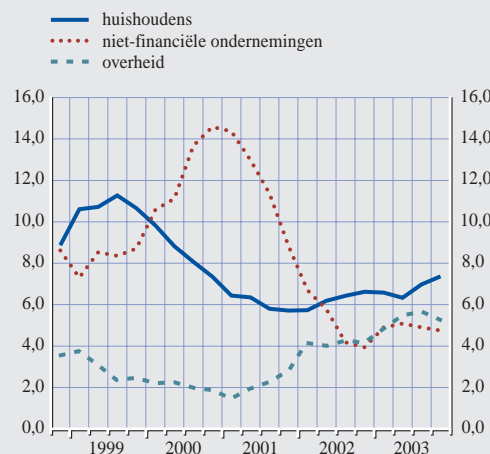
Ten slotte is de jaarlijkse groei van de schuldfinanciering van de overheid tijdens het grootste deel van 2003 toegenomen vanwege vooral de zwakke economische groei, wat de overheidsfinanciën onder druk zette.

BLIJVENDE TERUGHOUDENDHEID VAN DE NIET-FINANCIËLE SECTOR OM TE BELEGGEN IN AANDELEN

De jaarlijkse groei van de financiële beleggingen van de niet-financiële sector herstelde zich enigszins in de eerste drie kwartalen van 2003. In de eerste twee kwartalen was dit hoofdzakelijk toe te schrijven aan de sterkere toename van de kortlopende financiële beleggingen, wat de toen geldende voorkeur van de economische subjecten voor veilige en liquide activa weer-

Grafiek 7 Schuldfinanciering van de niet-financiële sector

(mutaties in procenten per jaar)



Bron: ECB.

Toelichting: Voor meer details, zie Tabel 3.

spiegelde. In het derde kwartaal liep de jaarlijkse groei van de kortlopende financiële beleggingen echter enigszins terug, doordat de rendementscurve steiler werd en de onzekerheid op de financiële markten afnam.

De groei van de langlopende financiële beleggingen bleef in de eerste helft van 2003 overwegend stabiel. Tegelijkertijd liep de groei van de beleggingen in langlopende schuldbewijzen in de eerste helft van het jaar terug; nadien bleef die groei gematigd. Die daling hield wellicht verband met het lage rentepeil, met periodes van tamelijk hoge volatiliteit op de obligatiemarkt gedurende 2003 en, vanaf het tweede kwartaal, met een herstel van de aandelenkoersen dat de relatieve aantrekkingskracht van aandelen tegenover beleggingen in obligaties verhoogde. Het jaarlijkse groeitempo van de aankopen van deelbewijzen van beleggingsfondsen (met uitzondering van geldmarktfondsen) versnelde fors in de eerste drie kwartalen van 2003. De beleggingen in beursgenoteerde aandelen door de niet-financiële sector trokken eveneens aan, hoewel de groei op jaarbasis gematigd bleef in vergelijking met eind jaren negentig. Dit wijst erop dat de economische subjecten nog altijd – zij het in afnemende mate –

Kader 3

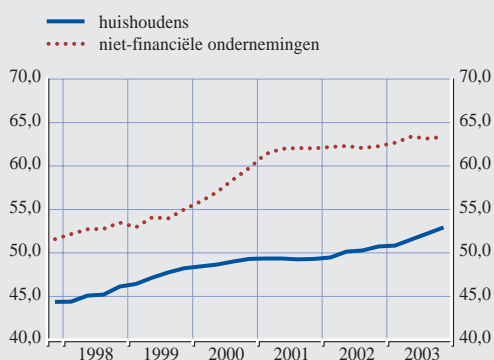
ONTWIKKELINGEN IN DE FINANCIËLE POSITIE VAN DE HUISHOUDENS EN DE NIET-FINANCIËLE ONDERNEMINGEN IN HET EUROGEBIED

Tussen het midden van de jaren negentig en het jaar 2000 nam de schuldenlast van de particuliere niet-financiële sectoren in het eurogebied aanzienlijk toe, wat leidde tot vrij hoge schuldquoten, in het bijzonder voor de niet-financiële ondernemingen. In Grafiek A worden die ontwikkelingen weergegeven.

Zoals blijkt uit de onderstaande Grafiek B, hadden de niet-financiële ondernemingen in de tweede helft van de jaren negentig een steeds grotere behoefte aan externe financiering, naarmate hun netto kredietopneming of “financing gap” (dat is de kloof tussen de inkomsten van het bedrijf – brutobesparingen plus kapitaaloverdrachten – en de bruto-investeringen) toenam. Bovendien stegen de financieringsbehoeften van de niet-financiële ondernemingen als gevolg van de omvangrijke nettoaankopen van financiële activa als gevolg van de uitbundige fusie- en overnameactiviteiten tijdens die periode. Vervolgens deed de verslechtering van hun financiële positie, samen met een minder gunstig klimaat in de economie en op de financiële markten, enige bezorgdheid ontstaan over de kwetsbaarheid van de sector niet-financiële ondernemingen. Om de houdbaarheid van de huidige schuld niveaus te beoordelen, moet echter ook rekening worden gehouden met de rentelasten. In feite zijn de rentebetalingen van de niet-financiële ondernemingen sedert 1996 grotendeels stabiel gebleven in verhouding tot het bbp, dankzij de aanzienlijke en voortdurende daling van de kosten van schuldfinanciering tijdens de jaren negentig.

Grafiek A Schuld van de particuliere niet-financiële sector

(procenten bbp)

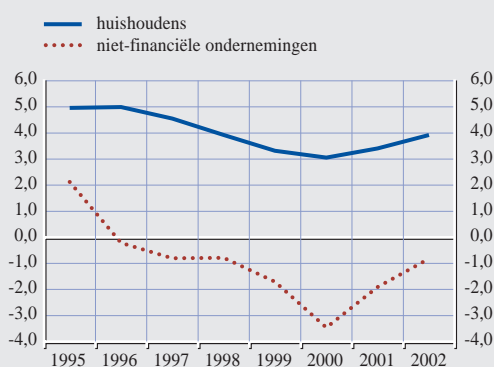


Bron: ECB.

Toelichtingen: De term schuld heeft betrekking op de som van de leningen, schuldbewijzen en reserves van pensioenfondsen van niet-financiële ondernemingen. De gegevens voor het laatste kwartaal van 2003 werden geraamd op basis van de in monetaire en bancaire statistieken en in statistieken omtrent effecten-emissies geregistreerde transacties. Ten opzichte van de jaargegevens vallen de schuldquoten op kwartaalbasis iets lager uit, vooral doordat de leningen verstrekt door niet-financiële sectoren en banken van buiten het eurogebied niet inbegrepen zijn. Voor een vergelijking met de jaareijfers wordt verwezen naar Grafiek 4 in het Artikel Ontwikkelingen in de financiële balans van de particuliere sector in het eurogebied en de Verenigde Staten van het ECB Maandbericht van februari 2004.

Grafiek B Netto kredietverlening/kredietopneming van de particuliere niet-financiële sector

(procenten bbp)



Bron: ECB.

Toelichtingen: Jaargegevens. De netto kredietverlening/kredietopneming wordt gedefinieerd als de brutobesparingen plus kapitaaloverdrachten min de bruto-investeringen. Op de datum van publicatie waren nog geen gegevens voor 2003 beschikbaar.

Sedert 2001 hebben de niet-financiële ondernemingen hun balansen aangepast om geleidelijk hun financiële onevenwichtigheden terug te schroeven. Herstructureringen en kostenbesparende maatregelen, alsook verlagingen van zowel de reële als de financiële investeringen resulteerden in een tragere groei van de financieringen en in een geleidelijk herstel van de vorming van interne middelen. Bijgevolg is de netto kredietopneming van de niet-financiële ondernemingen in het eurogebied gestaag teruggelopen van 3,5% bbp in 2000 tot 0,8% in 2002, waarna de financieringskloof in 2003 naar raming grotendeels stabiel zou zijn gebleven. Terzelfder tijd groeide de schuldquote langzamer vanaf 2001 en de laatste tijd is ze stabiel gebleven. Wanneer voor zover mogelijk rekening wordt gehouden met boekhoudkundige verschillen, was de schuldgraad van de niet-financiële ondernemingen in het eurogebied in 2003 ongeveer even hoog als die in de Verenigde Staten en lager dan die in het Verenigd Koninkrijk en Japan.¹

Sinds 2001 gaf de financiële positie van de niet-financiële ondernemingen in het eurogebied een algemene verbetering te zien. Dit komt ook tot uiting in de positievere risico-inschatting in die sector vanaf eind 2002, zoals blijkt uit de aanzienlijke daling van de rendementsecants bij bedrijfsobligaties. Niettemin kunnen in sommige bedrijfstakken extra inspanningen nodig zijn om de winstgevendheid te verhogen en de balansposities te verbeteren.

In verband met de financiële positie van de huishoudens in het eurogebied valt op te merken dat hun schuldenlast sinds de tweede helft van de jaren negentig voortdurend is gestegen, vooral ten gevolge van de sterke groei van de investeringen in woningen. De gunstige financieringsvoorwaarden door de sterke daling van de hypotheekrente wakkerden de vraag naar woning-hypotheekleningen aan en ondersteunden de forse stijgingen van de huizenprijzen in sommige landen van het eurogebied. Tegelijkertijd vergrootten de ontwikkelingen van de huizenprijzen de behoefte aan grotere leningen om een woning aan te kopen, terwijl ze ook resulteerden in vermogenswinsten en hogere onderpandwaarden. Hoewel de schuldquotes van de huishoudens opwaarts gericht waren, bleven hun rentelasten in procenten bbp onder het in het begin van de jaren negentig opgetekende peil, wegens de sterke daling van de kosten van schuldfinanciering. Uit een vergelijking tussen de schuldquotes van de huishoudens in de belangrijkste industrielanden blijkt bovendien dat de huishoudens in het eurogebied een veel lagere schuldenlast dragen dan die in de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk en Japan.¹

Dankzij een herstel van de spaarquote van de huishoudens sinds 2001 tegen de achtergrond van de grote economische onzekerheid (vooral met betrekking tot de werkgelegenheid), is de netto kredietverlening door de huishoudens in het eurogebied toegenomen. In 2002 bereikte ze een niveau dat iets lager was dan dat in het midden van de jaren negentig (zie Grafiek B) en naar schatting bleef ze in 2003 stabiel. Bijgevolg lijkt de financiële positie van de huishoudens in het eurogebied vrij gezond, hoewel in sommige landen van het eurogebied bepaalde risico's kunnen bestaan die verband houden met de snelle stijgingen van de huizenprijzen.

¹ Zie het artikel "Ontwikkelingen in de financiële balans van de particuliere sector in het eurogebied en de Verenigde Staten" in het ECB Maandbericht van februari 2004.

behoedzaam omgaan met aandelen, na de verliezen op hun aandelenbezit vanaf begin 2000.

MARKTRENTEN OP EEN ZEER LAAG PEIL

In overeenstemming met de verlagingen van de basisrentetarieven van de ECB door de Raad van Bestuur in maart en juni 2003, liep de geldmarktrente in de eerste helft van het jaar terug, waardoor de medio mei 2002 begonnen neerwaartse tendens werd voortgezet. Na de verlaging van de basisrentetarieven van de ECB in juni 2003 kwam er een einde aan de trendmatige daling van de geldmarktrente. De geldmarktrente voor langere looptijden ging vervolgens omhoog doordat het vooruitzicht op een economisch herstel waarschijnlijker werd.

De markt had de verlagingen van de basisrentetarieven van de ECB in de eerste helft van 2003 grotendeels verwacht. De langere geldmarkt-

rente verminderde in het begin van het jaar tegen een achtergrond van een matige economische groei en een appreciatie van de wisselkoers van de euro, wat leidde tot de verwachting dat de inflatoire druk zou afnemen. De helling van de geldmarktrendementscurve, zoals afgemeten aan het ecart tussen de twaalfmaands en eenmaands EURIBOR, bleef in de eerste helft van 2003 grotendeels onveranderd op negatieve waarden, aangezien de geldmarktrente voor verschillende looptijden in dezelfde mate daalde (zie Grafiek 8).

Medio 2003 begon de neerwaartse trend van de geldmarktrente om te keren, naarmate het pesimisme wegebde en de markt geleidelijk begon te geloven in een economisch herstel in het eurogebied, in een omgeving waarin meer liquiditeiten beschikbaar waren dan nodig om een niet-inflatoire groei te ondersteunen. Tegen het

Grafiek 8 Korte rente op de markt van het eurogebied

(procenten per jaar; procentpunten; daggegevens)

- eenmaands EURIBOR (linkerschaal)
- twaalfmaands EURIBOR (linkerschaal)
- - - spread tussen twaalfmaands en eenmaands EURIBOR (rechtterschaal)



Bron: Reuters.

Grafiek 9 Driemaands EURIBOR-futuresrente en impliciete volatiliteit

(procenten per jaar; basispunten; daggegevens)

- driemaands EURIBOR-futurescontracten met vervaldatum in december 2003 (linkerschaal)
- driemaands EURIBOR-futurescontracten met vervaldatum in maart 2004 (linkerschaal)
- - - impliciete volatiliteit bij een constante resterende looptijd van zes maanden (rechtterschaal)



Bronnen: Bloomberg, Reuters en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De impliciete volatiliteit bij een constante resterende looptijd van zes maanden wordt berekend door een interpolatie van de impliciete-volatiliteitscurve op basis van opties op driemaands EURIBOR futures-contracten (zie ook het kader met als titel "Maatstaven voor impliciete volatiliteit op basis van opties op korte-rentefutures" in het ECB Maandbericht van mei 2002).

einde van het jaar was een deel van de stijging van de geldmarktrente ongedaan gemaakt, aangezien de appreciatie van de euro de verwachtingen omtrent een toekomstige stijging van de korte rente temperde. De eenmaands en de twaalfmaands EURIBOR bedroegen eind 2003 respectievelijk 2,10% en 2,31%, dat is heel wat lager dan eind 2002, maar iets hoger dan medio 2003.

In de eerste twee maanden van 2004 liep de EURIBOR-rente voor langere looptijden licht terug, omdat de marktdeelnemers verwachtten dat de korte rente in de loop van 2004 lager zou blijven dan aanvankelijk verwacht. Op 27 februari 2004 stonden de eenmaands en de twaalfmaands EURIBOR respectievelijk op 2,05% en 2,09%.

Na de geleidelijke afname van de economische, financiële en geopolitieke spanningen tegen het einde van de eerste helft van 2003, is de impliciete volatiliteit afgeleid van opties op drie maanden EURIBOR-futurescontracten aanzienlijk verminderd. De lage impliciete volatiliteit in het midden van 2003 wees op een zeer geringe mate van onzekerheid van de marktdeelnemers over de toekomstige korte rente op dat ogenblik (zie Grafiek 9). Na gedurende verschillende maanden stabiel en relatief laag te zijn gebleven, liep de impliciete volatiliteit tegen het einde van 2003 weer licht op, hoewel ze ruimschoots onder het peil van een jaar voordien bleef.

In het zeer korte segment van de geldmarkt schommelde de daggeldrente, afgemeten aan de EONIA, tijdens het grootste deel van 2003 iets boven het peil van de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties van het Eurosysteem. De marge tussen de EONIA en de minimale inschrijvingsrente nam gedurende de zomermaanden licht toe, maar keerde vervolgens in de loop van september en oktober terug naar normale waarden, bij ruime liquiditeitsverhoudingen in de geldmarkt (zie Hoofdstuk 2, paragraaf 1.1).

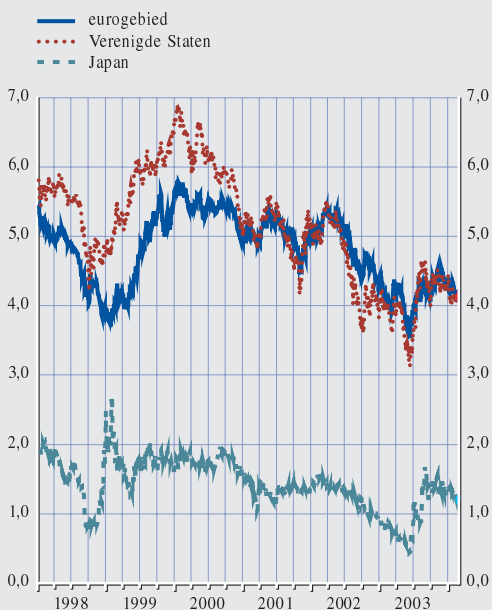
HEFTIGE SCHOMMELINGEN OP DE OBLIGATIEMARKTEN GEDURENDE 2003

De mondiale obligatiemarkten werden in 2003 gekenmerkt door heftige schommelingen van de rendementen, waarbij de obligatierendementen in de belangrijkste economieën een grotendeels vergelijkbaar patroon volgden. De volatiliteit vloeide voort uit een veranderende visie van de marktdeelnemers op de vooruitzichten voor de economische groei, de inflatie en de daarmee samenhangende monetaire-beleidskoers. Vooral in het eerste kwartaal van het jaar speelde de onzekerheid ten gevolge van geopolitieke spanningen een belangrijke rol, aangezien de sterke risico-aversie kapitaalstromen uit de aandelen- naar de obligatiemarkten veroorzaakte. De afname van die onzekerheid en de duidelijke aanwijzingen van een herstel in de belangrijkste economieën konden die stromen later op het jaar gedeeltelijk ombuigen. Al met al namen de rendementen op tienjaars overheidsobligaties in het eurogebied en in de Verenigde Staten in 2003 toe met respectievelijk zowat 10 en 50 basispunten, waardoor ze tegen het einde van het jaar beide ongeveer 4,3% bedroegen (zie Grafiek 10). Het rendementsverschil tussen de langlopende obligaties in de VS en in het eurogebied schommelde in de laatste weken van het jaar rond nul, terwijl het tot dan toe tijdens het grootste deel van het jaar negatieve waarden had vertoond.

In de Verenigde Staten gingen de rendementen op overheidsobligaties in de eerste helft van het jaar achteruit, waarmee de in 2002 ingezette trend werd voortgezet. Die daling weerspiegelde de pessimistischere visie van de marktdeelnemers op de korte- tot middellange-termijnvooruitzichten voor de economische activiteit, in het licht van de spanningen die voortvloeiden uit de geopolitieke onzekerheid en de tegenvallende macro-economische gegevens. Daarnaast daalden de obligatierendementen door de toenemende bezorgdheid van de beleggers over het gevaar voor deflatoire tendensen in de Amerikaanse economie. Bijgevolg bereikte het rendement op tienjaars overheidsobligaties medio juni een historisch laag peil van 3,1%. Het daarna ingezette herstel van de obli-

Grafiek 10 Rendementen op langlopende overheidsobligaties

(procenten per jaar; daggegevens)



Bron: Reuters.

Toelichting: De rendementen op langlopende overheidsobligaties hebben betrekking op tienjaars obligaties of obligaties met de meest vergelijkbare looptijd. Vanaf 1 januari 2001 omvatten de gegevens van het eurogebied ook Griekenland.

gatierelementen werd hoofdzakelijk gedragen door de opwaarts bijgestelde verwachtingen van de marktdeelnemers omtrent de economische groei en de inflatie, maar kan ook te maken hebben gehad met hun toenemende bezorgdheid over de houdbaarheid van de hoge tekorten op de lopende rekening en de begroting in de Verenigde Staten. De indekkingsstrategieën van Amerikaanse hypotheekmaatschappijen kunnen zowel de neerwaartse trend van de Amerikaanse obligatierelementen als de forse opleving gedurende de zomer hebben versterkt. Ondanks dat stevige herstel sloten de rendementen op langlopende obligaties in de Verenigde Staten het jaar af op een relatief laag peil, wat deels de verwachting van de marktdeelnemers weerspiegelde dat de Federal Reserve de korte rente nog lange tijd zeer laag zou houden.

De onzekerheid van de marktpartijen over de toekomstige bewegingen van de obligatierelementen op de Amerikaanse markt bleef het hele

jaar relatief groot. Dit blijkt uit de impliciete volatiliteit van futures-contracten op tienjaars Amerikaans schatkistpapier, die vanuit een historisch perspectief vrij hoog was, vooral tijdens de zomer. De onzekerheid leek in zekere mate een afspiegeling te zijn van de huidige discussie tussen de marktdeelnemers over de houdbaarheid van de zeer lage rendementen op langlopende obligaties in de Verenigde Staten.

In Japan volgden de rendementen op langlopende obligaties overwegend hetzelfde patroon als in de Verenigde Staten en in het eurogebied, hoewel ze op een veel lager peil bleven. In de eerste helft van 2003 bereikte het rendement op Japanse tienjaars obligaties een historisch dieptepunt (rond 0,4% medio juni), ten gevolge van het toenemende pessimisme van de beleggers over de vooruitzichten voor de Japanse economie. De bezorgdheid van de marktdeelnemers vloeyde voort uit de forse appreciatie van de yen ten opzichte van de Amerikaanse dollar – waarvan werd aangenomen dat ze de Japanse exporteurs negatief beïnvloedde – alsook uit de effecten van de SARS-epidemie. De rendementen op tienjaars obligaties veerden in het derde kwartaal sterk op en stabiliseerden zich dan tegen het einde van het jaar; ze bereikten 1,4% op 31 december, wat in de buurt lag van het begin 2002 opgetekende peil. Verwachtingen van een sneller economisch herstel en portefeuilleherstructureringen van obligaties naar aandelen droegen bij tot een stijging van de rendementen op langlopende obligaties tijdens de tweede jaarhelft.

In het eurogebied weerspiegelden de ontwikkelingen op de obligatiemarkten in 2003 grotendeels die in de Verenigde Staten, hoewel de rendementen op obligaties in het eurogebied iets minder sterk schommelden. In de eerste helft van 2003 raakten de marktdeelnemers geleidelijk minder optimistisch gestemd over de groeivoorzichten, wat de rendementen op langlopende obligaties drukte. De grote mate van onzekerheid omtrent de geopolitieke situatie kwam tot uiting in een toename van de risicoaversie van de marktdeelnemers en veroorzaakte dan ook kapitaalstromen van aandelen

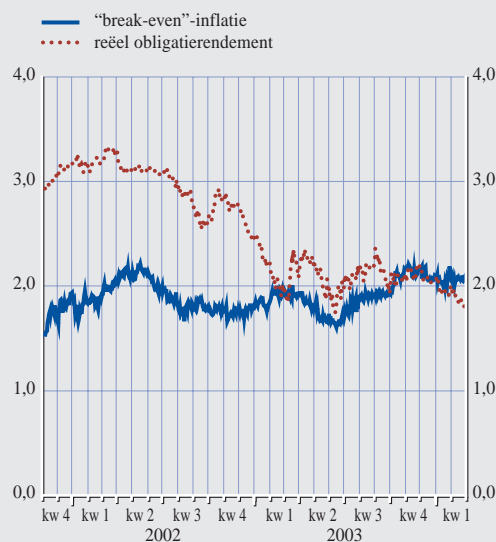
naar veiliger geachte obligaties. Vanaf medio juni begonnen de obligatierendementen in het eurogebied te stijgen, zij het minder uitgesproken dan in de Verenigde Staten. Die ontwikkelingen weerspiegelden de optimistischere verwachtingen van de marktdeelnemers over de economische groei en – tot op zekere hoogte – de opwaartse herzieningen van de inflatieverwachtingen. De “break-even”-inflatie, gemeten als het verschil tussen de rendementen op tienjaars nominale en geïndexeerde obligaties, nam na medio juni immers enigszins toe, hoewel dit ook deels toe te schrijven was aan technische factoren (zie Grafiek 11). De mate van onzekerheid op de obligatiemarkten in het eurogebied veranderde in totaal nauwelijks in 2003, gelet op de ontwikkelingen van de impliciete volatiliteit op de obligatiemarkt. Bovendien was de impliciete volatiliteit op de obligatiemarkt in het eurogebied, in tegenstelling tot de situatie in de Verenigde Staten, in 2003 doorgaans niet erg hoog.

De financieringsvoorwaarden op de markten voor bedrijfsobligaties van het eurogebied verbeterden aanzienlijk in het eerste deel van het jaar en bleven zeer gunstig tot eind 2003. De relatieve financieringskosten voor ondernemingen met een BBB-rating, zoals gemeten aan de hand van het rendementsverschil tussen obligaties uitgegeven door dergelijke ondernemingen en vergelijkbare overheidsobligaties, namen in 2003 bijvoorbeeld sterk af – met zowat 150 basispunten – en bedroegen tegen het einde van het jaar zowat 80 basispunten, wat historisch gezien erg laag was. Deze ontwikkelingen van de financieringsvoorwaarden worden toegeschreven aan de verbeterde vooruitzichten van de beleggers inzake bedrijfskredietrisico's en aan de sterkere voorkeur van de beleggers voor hoger renderende activa, wat het historisch lage peil van de risicovrije rente weerspiegelt.

Begin 2004 daalden de rendementen op langlopende obligaties enigszins op alle belangrijke markten. Tussen eind december 2003 en 27 februari 2004 liepen de rendementen op tienjaars overheidsobligaties met respectievelijk zowat 20 en 25 basispunten terug. Het rende-

Grafiek 11 Reëel obligatierendement op de lange termijn en “break-even”-inflatie in het eurogebied

(procenten, daggegevens)



Bronnen: Reuters, de Franse Thesaurie en ISMA.

Toelichting: De reële obligatierendementen in het eurogebied zijn afgeleid van de marktprijzen van de aan de HICP van het eurogebied (m.u.v. tabaksprijzen) geïndexeerde Franse overheidsobligaties die in 2012 vervallen. De voor het berekenen van de “break-even”-inflatie gehanteerde methoden worden toegelicht op pag 16 van het ECB Maandbericht van februari 2002.

mentsverschil tussen bedrijfsobligaties met een BBB-rating en vergelijkbare overheidsobligaties bleef in het eurogebied tijdens die periode grotendeels onveranderd.

DOOR MFI'S GEHANTEERDE RENTETARIEVEN VOLGDEN GROTENDEELS DE MARKTRENT

De door MFI's gehanteerde korte rentetarieven⁶ liepen in de eerste helft van 2003 terug en bleven nadien stabiel (zie Grafiek 12). Tussen januari en december zijn de rentetarieven op kortlopende spaardeposito's van de huishoudens (deposito's met een opzegtermijn tot en met drie maanden) en op de door niet-financiële ondernemingen aangehouden girale deposito's beide met zowat 30 basispunten terugge-

6 De ECB publiceerde in december 2003 voor het eerst statistieken over de door MFI's van het eurogebied gehanteerde rentetarieven, die de periode vanaf januari 2003 omvatten. Ze vervangen de voorheen gepubliceerde statistieken inzake bancaire rentevoeten, die werden opgesteld op basis van de reeds vóór 1999 bestaande nationale rentestatistieken. De nieuwe statistieken van de door MFI's gehanteerde rentetarieven zijn geharmoniseerd en dus in de lidstaten algemeen vergelijkbaar.

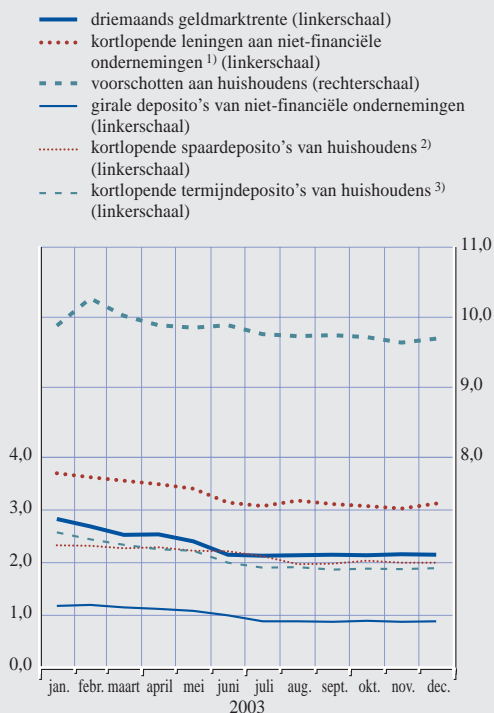
lopen, tot respectievelijk 2,0% en 0,9%. De rente op kortlopende leningen is ook gedaald, zij het in verschillende mate, naargelang van het soort debiteur. Sinds begin 2003 is de rente op kortlopende leningen aan niet-financiële ondernemingen (leningen van meer dan € 1 miljoen met een variabele rente of met een vaste aanvangsrente voor een looptijd tot en met een jaar) met zowat 60 basispunten gedaald, tot 3,1% in december, terwijl de rente op bancaire voorschotten aan huishoudens slechts licht terugliep, met ongeveer 20 basispunten, tot 9,7%. Deze ontwikkelingen van de door MFI's gehanteerde kortlopende rentetarieven vonden plaats tegen de achtergrond van een vermindering met circa 70 basispunten van de

driemaands geldmarktrente in 2003. De doorwerking van de aanzienlijke daling van de marktrente in de korte bancaire rente stemde grotendeels overeen met het historische patroon, vooral met het feit dat de rentetarieven op girale deposito's en op de gangbare kortlopende spaardeposito's zich doorgaans bijzonder langzaam aanpassen aan veranderingen van de marktrente.

De door MFI's gehanteerde lange rentetarieven op nieuwe contracten daalden in de eerste helft van 2003, maar liepen weer op vanaf augustus, wat grotendeels het patroon van het rendement van vergelijkbare overheidsobligaties weerspiegelde (zie Grafiek 13). Voor het jaar als geheel

Grafiek 12 Door MFI's gehanteerde korte rente en een korte marktrente

(procenten per jaar; rente op nieuwe contracten)

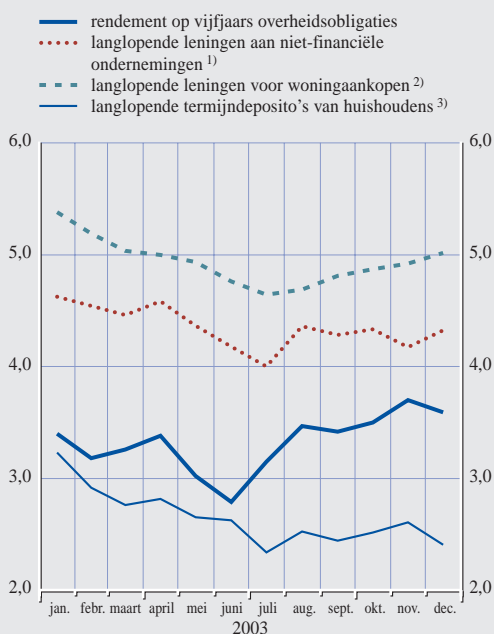


Bron: ECB.

- 1) Met inbegrip van leningen aan niet-financiële ondernemingen van meer dan € 1 miljoen met een variabele rente of een vaste aanvangsrente voor een looptijd tot en met een jaar.
- 2) Met inbegrip van door huishoudens aangehouden deposito's met een opzegtermijn tot en met drie maanden.
- 3) Met inbegrip van door huishoudens aangehouden deposito's met een vaste looptijd tot en met een jaar.

Grafiek 13 Door MFI's gehanteerde lange rente en een lange marktrente

(procenten per jaar; rente op nieuwe contracten)



Bron: ECB.

- 1) Met inbegrip van leningen aan niet-financiële ondernemingen van meer dan € 1 miljoen met een vaste aanvangsrente voor meer dan vijf jaar.
- 2) Met inbegrip van leningen aan huishoudens met een vaste aanvangsrente voor meer dan vijf tot en met tien jaar.
- 3) Met inbegrip van door huishoudens aangehouden deposito's met een vaste looptijd van meer dan twee jaar.

zakten de rentetarieven op leningen aan huishoudens voor woningaankopen met een vaste aanvangsrente voor meer dan vijf tot en met tien jaar, en op langlopende leningen aan niet-financiële ondernemingen (leningen van meer dan € 1 miljoen met een vaste aanvangsrente voor meer dan vijf jaar) met respectievelijk zowat 35 en 30 basispunten, tot 5,0% en 4,3%. Zodoende wees het algemene verloop van de door MFI's gehanteerde lange rente andermaal op de zeer gunstige financieringsvoorwaarden die gedurende het hele jaar 2003 van toepassing waren. Wat de door MFI's gehanteerde depositorente op lange termijn betreft, is de rente op langlopende deposito's van huishoudens (deposito's met een vaste looptijd van meer dan twee jaar) tussen januari en december 2003 met ongeveer 80 basispunten gedaald, tot zowat 2,4%.

MONDIALE AANDELENKOERSEN IN 2003 STERK GESTEGEN

De in maart 2000 ingezette neerwaartse correctie van de aandelenkoersen werd een halt toegevoerd door hun forse stijging op de belangrijkste markten in 2003, waardoor ze voor het eerst sinds 1999 op jaarbasis zijn toegenomen (zie Grafiek 14a). De stijgende aandelenkoersen gingen gepaard met aanzienlijke dalingen van de impliciete volatiliteit van de aandelenmarkt, die een maatstaf is van de mate van onzekerheid van de marktdeelnemers (zie Grafiek 14b).

Doorgaans volgde de ontwikkeling van de ruime aandelenkoersindices in de Verenigde Staten, Japan en het eurogebied in de loop van 2003 een vergelijkbaar patroon. Tot medio

Grafiek 14a Beurskoersindices

(index: 1 januari 1998 = 100; daggegevens)

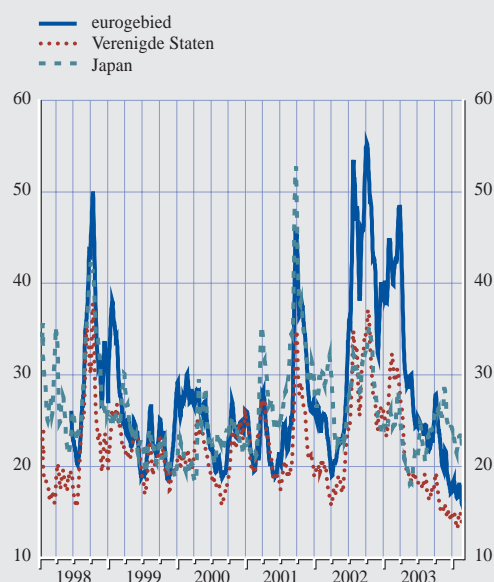


Bron: Reuters.

Toelichting: Dow Jones EURO STOXX totale index voor het eurogebied, Standard & Poor's 500 voor de Verenigde Staten en Nikkei 225 voor Japan. Vanaf 1 januari 2001 omvatten de gegevens van het eurogebied ook Griekenland.

Grafiek 14b Impliciete volatiliteit van de aandelenmarkt

(procenten per jaar; tiendaags voortschrijdend gemiddelde van daggegevens)



Bron: Bloomberg.

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

maart liepen de aandelenkoersen op die markten terug als gevolg van de pessimistische vooruitzichten van de beleggers voor de wereldeconomie, de toegenomen onzekerheid en de risico-aversie. Al die factoren leken nauw verband te houden met de verhoogde geopolitieke spanningen en de vooruitzichten op een oorlog in Irak. De duidelijke mondiale “vlucht” uit aandelen werd ook aangewakkerd door groeiende bezorgdheid over de kwaliteit van de bedrijfswinsten na herhaalde boekhoudschandalen. Tijdens de rest van het jaar waren de aandelenkoersen op de belangrijkste markten sterk opwaarts gericht. Aanvankelijk werd het herstel van de aandelenmarkt op gang gebracht door de normalisering van de marktomstandigheden als gevolg van de wegebbende onzekerheid van de marktdeelnemers bij het begin van de militaire operaties in Irak. In de tweede helft van het jaar werden de aandelenkoersen nog meer versterkt door de aanhoudend verbeterende bedrijfswinsten, de afnemende onzekerheid op de aandelenmarkten en de gunstiger vooruitzichten voor de wereldeconomie.

In totaal namen de aandelenkoersen in de Verenigde Staten, zoals afgemeten aan de Standard & Poor's 500 index, tussen eind 2002 en eind 2003 met 26% toe. In Japan gingen de aandelenkoersen, zoals afgemeten aan de Nikkei 225 index, met 24% omhoog, terwijl in het eurogebied de Dow Jones EURO STOXX-index over dezelfde periode 18% won.

In de Verenigde Staten werden de forse stijgingen van de aandelenkoersen in 2003 misschien ook in de hand gewerkt door het pakket economische stimuleringsmaatregelen dat eind mei door het Amerikaanse Congres werd goedgekeurd en dat een verlaging van de belasting op dividenden en vermogenswinsten omvatte. De verbeterde vooruitzichten voor het bedrijfsleven werden bevestigd door de gerapporteerde bedrijfswinsten die, voor het grootste deel van 2003, de verwachtingen overtroffen. Hoewel de beter dan verwachte winstcijfers hoofdzakelijk de succesvolle kostenbesparingen in de eerste helft van 2003 leken te weerspiegelen, werden ze tevens ondersteund door het herstel van de

algemene economische activiteit tijdens de tweede helft van 2003.

In Japan daalden de aandelenkoersen in de eerste vier maanden van 2003 als gevolg van de op de markt heersende bezorgdheid over de probleempleningen bij de Japanse bancaire sector, die de aandelenkoersen negatief bleven beïnvloeden. Daarenboven werden de aandelenkoersen van exportgerichte bedrijven ongunstig beïnvloed door de appreciatie van de Japanse yen ten opzichte van de Amerikaanse dollar. Later, tussen april en medio september 2003, veerden de Japanse aandelenmarkten sterk op, tegen de achtergrond van gunstiger economische gegevens en hogere bedrijfswinsten, en mogelijk ook als gevolg van overloopeffecten van de Amerikaanse aandelenmarkt. Vanaf half september stabiliseerden de aandelenkoersen zich grotendeels.

In het eurogebied was het verloop van de aandelenkoersen doorgaans sterk synchroon met de bewegingen van de Amerikaanse aandelenmarkt. Net als in de Verenigde Staten weerspiegelde de algemene stijging van de aandelenkoersen in het eurogebied de afnemende onzekerheid op de aandelenmarkt, samen met de perceptie bij de marktdeelnemers dat de vooruitzichten voor de economie en het bedrijfsleven gunstiger waren. Uitgesplitst naar sector was de algemene stijging van de aandelenmarkten in het eurogebied vooral te danken aan de technologische sector, de financiële sector en de bedrijfstakken van de conjunctuurgevoelige consumptiegoederen, die in de loop van 2002 verhoudingsgewijs meer terrein hadden verloren. In de financiële sector leken de verbetering van de financiële marktomstandigheden na maart 2003, de inspanningen om de kosten te drukken en de lagere voorzieningen voor debiteurenverliezen bovendien een positieve invloed te hebben op de winstgevendheid van de banken.

In de periode van eind 2003 tot 27 februari 2004 zijn de Dow Jones EURO STOXX-index, de Standard & Poor's 500-index en de Nikkei 225-index toegenomen met respectievelijk 5%,

3% en 3%. Die stijgingen leken eveneens een verbeterde winstgevendheid van de bedrijven, een lagere lange rente en een verdere afname van de onzekerheid op de aandelenmarkt te weerspiegelen.

2.2 PRIJSONTWIKKELINGEN

Ondanks de gematigde economische activiteit en de appreciatie van de euro bedroeg de totale HICP-inflatie in het eurogebied in 2003 gemiddeld 2,1%, wat slechts 0,2 procentpunt minder was dan in de voorgaande twee jaren (zie Tabel 4). De hoofdreden voor de daling ten opzichte van 2002 was de tragere gemiddelde jaar-op-jaar groei van de prijzen voor industriële goederen met uitzondering van energie en van de dienstenprijzen, die ook een vermindering mogelijk maakte van het gemiddelde groeitempo van de HICP ongerekend onbewerkte voedingsmiddelen en energie van 2,5% in 2002 tot 2,0%. In dit verband weerspiegelde het patroon van de totale HICP gedurende 2003 het verloop van de volatielere deelcomponenten: de prijzen van energie en van onbewerkte voedingsmiddelen. De kostendruk bleef in de loop van 2003 gematigd, doordat de producentenprijzen niet aanzienlijk stegen en de groei van de nominale arbeidskosten afvlakte. De vertraging in de groei van de arbeidsproductiviteit gaf tegen de achtergrond

van de zwakke economische activiteit tijdens de eerste helft van 2003 evenwel aanleiding tot een stijging van het groeicijfer van de arbeidskosten per eenheid product.

In januari 2004 is de totale HICP-inflatie teruggelopen tot 1,9%, dat is 0,1 procentpunt minder dan in december 2003. Dat was hoofdzakelijk toe te schrijven aan krachtige basiseffecten in de energie- en tabaksprijzen die deels werden gecompenseerd door de opwaartse invloed van de door de overheid gereguleerde prijzen en van de wijzigingen in de indirecte belastingen. Het twaalfmaands mutatietempo van de HICP ongerekend energie en onbewerkte voedingsmiddelen bleef onveranderd op 1,9%.

TOTALE INFLATIE WEERSPIEGELDE VERLOOP VAN VOLATIELERE COMPONENTEN

De totale HICP-inflatie vertoonde gedurende het hele jaar 2003 een vrij grillig patroon (zie Grafiek 15). De totale inflatie nam begin 2003 toe doordat de geopolitieke onzekerheid als gevolg van de oorlog in Irak de energieprijzen opdreef. Zodra die onzekerheid was afgenomen en naarmate de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar bleef stijgen, verminderde de bijdrage van de energieprijzen en liep de totale inflatie opnieuw terug; in mei kwam ze op 1,8% uit, dat was het traagste stijgingstempo in drie jaar tijd. In de tweede helft van het jaar schom-

Tabel 4 Prijsontwikkelingen

(mutaties in procenten per jaar, tenzij anders aangegeven)

	2001	2002	2003	2002 kw 4	2003 kw 1	2003 kw 2	2003 kw 3	2003 kw 4	2003 dec.	2004 jan.
HICP en componenten										
Totale index	2,3	2,3	2,1	2,3	2,3	1,9	2,0	2,0	2,0	1,9
Energie	2,2	-0,6	3,0	2,9	7,0	1,5	2,1	1,6	1,8	-0,4
Bewerkte voedingsmiddelen	2,9	3,1	3,3	2,6	3,1	3,3	3,1	3,8	3,8	3,3
Onbewerkte voedingsmiddelen	7,0	3,1	2,1	1,6	0,1	1,5	3,4	3,6	3,2	2,9
Industriële goederen m.u.v. energie	0,9	1,5	0,8	1,2	0,7	0,9	0,7	0,8	0,7	0,6
Diensten	2,5	3,1	2,5	3,1	2,7	2,6	2,4	2,4	2,3	2,5
Overige prijs- en kostenindicatoren										
Industriële producentenprijzen ¹⁾	2,1	-0,1	1,6	1,2	2,4	1,5	1,2	1,1	1,0	0,3
Olieprijzen (EUR per vat) ²⁾	27,8	26,5	25,1	26,5	28,4	22,7	25,1	24,5	24,0	24,2
Grondstoffenprijzen ³⁾	-8,1	-0,9	-4,5	5,6	-3,2	-7,9	-5,8	-1,2	-0,2	5,1

Bronnen: Eurostat, Thomson Financial Datastream en HWWA (Institut für Wirtschaftsforschung, Hamburg).

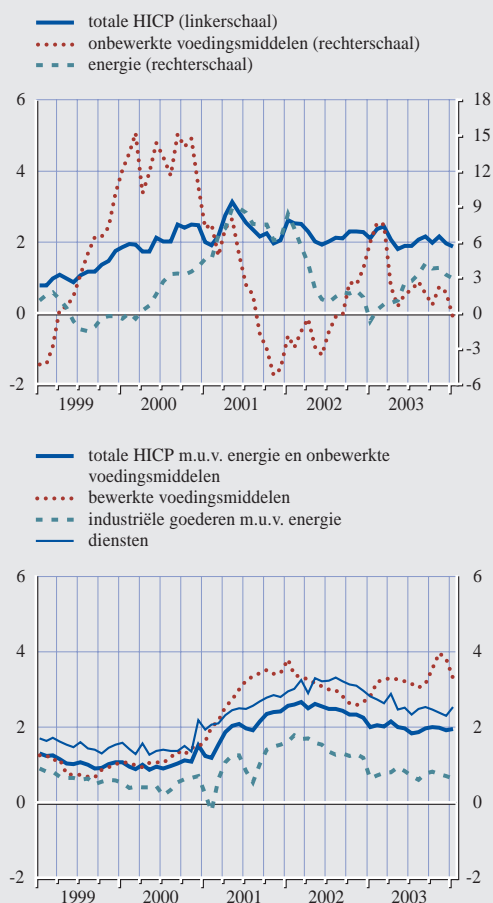
1) Met uitzondering van de bouwnijverheid.

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

3) Met uitzondering van energie. In euro.

Grafiek 15 Uitsplitsing HICP-inflatie: belangrijkste subcomponenten

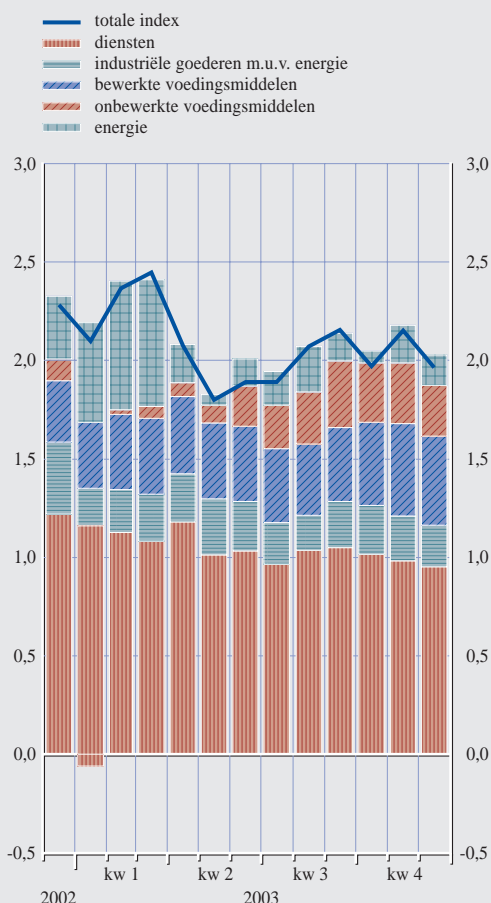
(mutaties in procenten per jaar; maandgegevens)



Bron: Eurostat.

Grafiek 16 Bijdragen van subcomponenten tot HICP-inflatie

(jaarlijkse bijdragen in procentpunten; maandgegevens)



Bron: Eurostat.

melde de totale inflatie echter rond 2%, voornamelijk ten gevolge van twee tegengestelde invloeden. Enerzijds nam de bijdrage van de voedingsmiddelenprijzen toe – de prijzen van onbewerkte voedingsmiddelen gingen omhoog als gevolg van de hittegolf waar Europa tijdens de zomer mee werd geconfronteerd, terwijl de verhogingen van de tabaksaccijnzen ook de prijzen van bewerkte voedingsmiddelen deden oplopen. Anderzijds verminderde de bijdrage van de energieprijzen ten opzichte van de eerste helft van het jaar, een en ander als gevolg van de appreciatie van de euro, die de impact van de stijging van de in Amerikaanse dollar luidende olieprijs temperde (zie Grafiek 16).

In 2003 bleek de totale inflatie uitermate goed bestand tegen de gematigde economische activiteit en – ondanks een zekere directe invloed via de energieprijzen – tegen de appreciatie van de euro. Dit was ook het geval voor de HICP ongerekend energie en onbewerkte voedingsmiddelen.

De prijzen van bewerkte voedingsmiddelen werden in 2003 vooral beïnvloed door de stijgingen van de tabaksprijzen als gevolg van de indirecte-belastingverhogingen in sommige landen, zowel tijdens de eerste maanden van het jaar als, en vooral, tegen het einde van het jaar. Dit uitte zich in een zowat 0,4 procentpunt

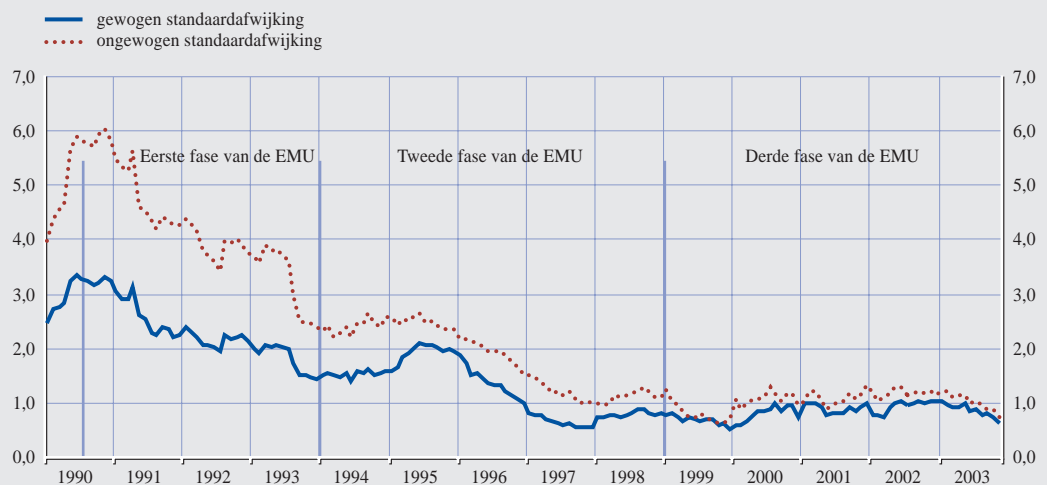
INFLATIEVERSCHILLEN IN HET EUROGEBIED: POTENTIËLE OORZAKEN EN BELEIDSIMPLICATIES

De diversiteit van het inflatieverloop in de landen van het eurogebied – zoals beoordeeld aan de hand van verschillende spreidingsindicatoren – nam tijdens de jaren negentig aanzienlijk af. Na de aanvang van de derde fase van de EMU in 1999 bleef de inflatiespreiding verminderen en in de tweede helft van 1999 bereikte ze haar laagste peil. Daarna nam ze tot begin 2001 evenwel opnieuw licht toe. Sindsdien bleef de inflatiespreiding in het eurogebied grotendeels stabiel, alvorens in de loop van 2003 weer licht te dalen tot een peil in de buurt van dat in de tweede helft van 1999. Al met al verschilt de momenteel in het eurogebied opgetekende inflatiespreiding niet bijzonder veel van die in de Verenigde Staten.

Niettegenstaande het huidige, naar historische maatstaven lage niveau van inflatiespreiding in het eurogebied, lieten de lidstaten van het eurogebied de laatste vier jaar relatief hardnekkige inflatieverschillen optekenen. Behalve in België, Frankrijk, Luxemburg en Finland, bevindt de inflatie zich sedert 1999 in alle eurolanden ofwel boven ofwel beneden het gemiddelde van het eurogebied.¹ Vooral in vijf landen (Griekenland, Spanje, Ierland, Nederland en Portugal) werden ten opzichte van het eurogebied relatief ruime en persistent positieve inflatieverschillen opgetekend, die sinds 2002 echter begonnen te vernauwen in Portugal en, in de loop van 2003, in Spanje, Griekenland en Ierland. In Nederland werd het inflatieverschil ten opzichte van het eurogebied onlangs daadwerkelijk negatief. Daarentegen vertoonden Duitsland en Oostenrijk voortdurend negatieve inflatieverschillen. Dit kaderartikel geeft een beknopte toelichting bij de potentiële oorzaken en de beleidsimplicaties van de inflatiespreiding in het eurogebied.²

Inflatiespreiding in het eurogebied

(standaardafwijking in procent punten)



Bron: Eurostat.

1 Op basis van de jaarlijkse gemiddelde inflatiegraad in 1999-2003.

2 Voor een nadere analyse en bespreking van de inflatieverschillen in het eurogebied wordt verwezen naar het ECB-verslag getiteld "Inflation differentials in the euro area: potential causes and policy implications", dat op 30 september 2003 werd gepubliceerd op de website van de ECB, www.ecb.int.

Potentiële oorzaken

Met betrekking tot de in het eurogebied opgetekende inflatieverschillen zij beklemtoond dat het gemeenschappelijke monetaire beleid een beleidswijziging inhield, waarvan de effecten op de prijsvormingsprocessen pas na verscheidene jaren tot uiting zouden komen. De overgang naar de derde fase leidde met name tot een sterke rentedaling in Ierland, Portugal en Spanje, en later in Griekenland, m.a.w. in landen waar de inflatiegraad vóór het midden van de jaren negentig systematisch boven het gemiddelde van het eurogebied lag. In de meeste andere eurolanden waren die nominale convergentie-effecten veel minder aanzienlijk. Wellicht zal het evenwichtsherstellende effect van de door de inflatieverschillen veroorzaakte veranderingen in het nationale concurrentievermogen echter de omvang en persistentie beperken van de inflatieverschillen die voortvloeien uit de aanpassing aan het nieuwe monetaire bestel. In dit verband zouden landen met een lager dan gemiddelde inflatiegraad profiteren van een hoger concurrentievermogen, alsook, op de korte termijn, van het relatief geringere ongunstige effect van de inflatie op het reële beschikbare inkomen en het reële vermogen. Tegelijkertijd zouden landen met een hoger dan gemiddelde inflatiegraad, bij overigens gelijkblijvende omstandigheden, te kampen hebben met een verlies aan concurrentiekracht en met ruimere negatieve effecten van de inflatie op het reële inkomen en vermogen.

Naast de speciale effecten die samenhangen met de aanvang van de derde fase, lijken de vastgestelde inflatieverschillen te zijn veroorzaakt door de gezamenlijke invloed van tijdelijke en langer aanhoudende factoren op het inflatieverloop. Wat de tijdelijke factoren betreft, verschilden de eenmalige binnenlandse beleidsmaatregelen – zoals wijzigingen in de door de overheid gereguleerde prijzen en aanpassingen van de indirecte belastingen – van land tot land en droegen aldus bij tot de inflatieverschillen. Die maatregelen lijken weinig invloed te hebben gehad op de sinds de aanvang van de derde fase opgetekende inflatieverschillen en zij zullen wellicht geen belangrijker rol spelen, tenzij de binnenlandse beleidsmaatregelen in de landen van het eurogebied in de toekomst steeds meer uiteenlopen. Daarenboven kunnen verschillen in de snelheid waarin structurele hervormingen in de landen tot stand komen, zich tijdelijk vertalen in hogere inflatieverschillen. Uiteenlopende niveaus van blootstelling aan externe schokken – wegens nationale verschillen in de openheidsgraad ten aanzien van de buitenlandse handel van het eurogebied en de afhankelijkheid van olie – lijken ook, zij het tijdelijk, bij te dragen tot de inflatieverschillen.

Voorts is er een verband tussen conjunctuurposities en inflatiecijfers: de landen van het eurogebied met een hoger dan gemiddelde inflatie lieten de sterkste gemiddelde groei van de binnenlandse vraag optekenen, naast relatief grote positieve output gaps. Het tegengestelde geldt voor de landen van het eurogebied met een lager dan gemiddelde inflatiegraad. De verschillen in begrotingsbeleid tussen die landen kunnen ook ten grondslag hebben gelegen aan de inflatieverschillen, met name in landen als Griekenland en Ierland, waar het begrotingsbeleid de afgelopen jaren vrij expansief was.

Wat, ten slotte, de langer aanhoudende factoren betreft, kunnen de inflatieverschillen in Griekenland, Ierland, Portugal en, in mindere mate, Spanje gedeeltelijk veroorzaakt zijn door de prijs- en inkomensconvergentie en/of door de zogeheten Balassa-Samuelson- of BS-effecten³.

3 Volgens het BS-effect stijgen de prijzen van niet-verhandelbare goederen normaliter sneller dan de prijzen in de branche van de verhandelbare goederen omdat de productiviteitsgroei gewoonlijk lager is in de tak van de niet-verhandelbare goederen. Naarmate de lonen in de branche van de verhandelbare goederen worden opgestuwd door de productiviteitsgroei, zullen ook de lonen in de tak van de niet-verhandelbare goederen toenemen. Daar de laatstgenoemde loonstijgingen niet gepaard gaan met productiviteitswinsten, zullen de arbeidskosten en de prijzen sneller toenemen in de tak van de niet-verhandelbare goederen. Omdat de prijzen in de branche van de verhandelbare goederen internationaal worden bepaald, zal de totale prijsindex in landen met grote verschillen in productiviteitsgroei tussen de bedrijfstakken doorgaans sterker toenemen.

Omgekeerd kunnen de geringe verschillen in productiviteitsgroei tussen de branches verhandelbare en niet-verhandelbare goederen in Duitsland hebben bijgedragen tot een lager dan gemiddelde inflatie in dat land. De waargenomen inflatieverschillen tussen sommige landen van het eurogebied waren volgens de beschikbare ramingen echter veel ruimer dan wat het BS-model zou impliceren. Andere structurele factoren, zoals loon- en prijsrigiditeiten of verschillen in concurrentiegraad op de belangrijkste binnenlandse markten, kunnen ook hebben bijgedragen tot de opgetekende inflatieverschillen en de persistentie ervan. In dit verband tonen empirische studies aan dat de relatieve mate van concurrentie op de markt een belangrijke parameter lijkt te zijn om de omvang en de volatiliteit te verklaren van de relatieve reactie van de prijzen op schokken binnen de landen van het eurogebied. In ieder geval zou de voortzetting van het convergentieproces tussen de eurolanden moeten leiden tot een daling van de inflatiespreiding wegens de prijspeil- en inkomensconvergentie op de lange termijn. Gelet op de huidige heterogeniteit van de nationale economische structuren en de blootstelling van de landen aan idiosyncratische schokken, is het echter waarschijnlijk dat sommige verschillen in inflatiegraad in de toekomst zullen blijven bestaan.

Beleidsimplicaties

Sinds de aanvang van de derde fase kunnen de landen van het eurogebied niet langer regionale economische onevenwichtigheden en (asymmetrische) schokken opvangen met monetaire-beleidsmaatregelen. Integendeel, het gemeenschappelijke monetaire beleid van de ECB kan enkel worden afgestemd op de doelstelling van prijsstabiliteit voor het eurogebied als geheel. Net als in elke monetaire unie weerspiegelen de inflatieverschillen binnen het eurogebied een uiteenlopende regionale prijsdynamiek en aanpassingen van relatieve prijzen en kunnen als zodanig niet worden aangepakt via het gemeenschappelijke monetaire beleid. Terzelfder tijd kent de monetaire-beleidsstrategie van de ECB onvermijdelijke inflatieverschillen een secundaire rol toe bij het meten van de veiligheidsmarge voor de toelaatbare inflatie in het eurogebied, aangezien hun bestaan gevolgen kan hebben voor regio's met een lagere inflatie. Bovendien blijven inflatieverschillen een belangrijke uitdaging voor het communicatiebeleid van de ECB, aangezien het monetaire beleid vaak wordt besproken vanuit het oogpunt van de nationale inflatiegraad en de gevolgen daarvan voor het nationale economische beleid.

Ruime en aanhoudende inflatieverschillen kunnen in sommige landen nationale remedies wettigen om ongewenst verlies aan concurrentievermogen te voorkomen. Het nationale economische beleid, zoals het begrotingsbeleid en het structurele beleid, moet worden aangepast om aanhoudende en potentieel schadelijke inflatieverschillen tegen te gaan. Structurele hervormingen, in het bijzonder maatregelen die bedoeld zijn om de nominale loon- en prijsrigiditeiten weg te werken en die leiden tot een veelzijdiger loonvormingsproces in de afzonderlijke landen van het eurogebied, kunnen de voor het opvangen van schokken vereiste loon- en prijsaanpassingen versnellen, wat ook een meer gesynchroniseerde reactie van de nationale prijzen op schokken omvat. Dergelijke beleidsmaatregelen zouden dan weer de kans op aanhoudende inflatieverschillen in het eurogebied verkleinen. Aangezien de invloed van het begrotingsbeleid slechts met veel vertraging merkbaar wordt, is dat beleid wellicht weinig geschikt voor een fijnregeling van het inflatieverloop op de korte termijn, hoewel het kan worden gebruikt om inflatieverschillen op de langere termijn aan te pakken, vooral als een land aanhoudend positieve inflatieverschillen laat optekenen.

belopende bijdrage van deze belangrijke deelcomponent aan de totale inflatie.

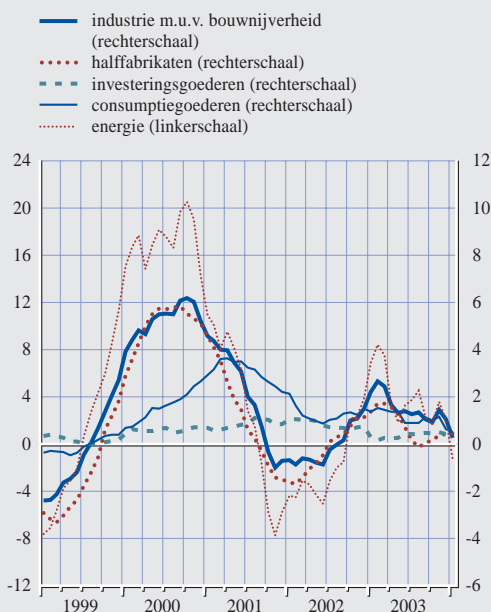
De stijging van de dienstenprijzen liet in 2003 een geleidelijke vertraging optekenen ten opzichte van het vrij hoge peil van 2002. Het jaar-op-jaar stijgingstempo van deze prijzen nam in de loop van het jaar af tot 2,3% in december, dat was ongeveer 0,7 procentpunt minder dan in december 2002. Als gevolg daarvan liep de bijdrage van de verhoging van de dienstenprijzen tot de totale inflatie terug tot zowat 1,0 procentpunt, wat niettemin bijna de helft was van de voor het grootste deel van 2003 opgetekende HICP-inflatiegraad. Daarentegen bleef de jaarlijkse prijsstijging van industriële goederen met uitzondering van energie gedurende 2003 min of meer constant rond 0,8%, dat was ongeveer de helft van het in 2002 opgetekende groeitempo, zodat haar bijdrage tot de totale inflatie circa 0,2 procentpunt beliep.

Nadat de inflatiespreiding in het eurogebied in 2001 en 2002 grotendeels stabiel was gebleven, nam ze in de loop van 2003 af. Kader 4 belicht en analyseert de potentiële verklaringen voor de opgetekende inflatieverschillen in het eurogebied.

De perceptie van de vroegere inflatie door het publiek, zoals gemeten door de kwalitatieve indicator van de Europese Commissie betreffende de gevoelsinflatie over de voorbije twaalf maanden, nam in de eerste helft van 2003 geleidelijk af. Die daling werd tijdens de zomer evenwel onderbroken doordat de prijzen van onbewerkte voedingsmiddelen toenamen als gevolg van de hittegolf in Europa. Dit sterkt enigszins de opvatting dat de visie van de consumenten op de inflatie vooral wordt beïnvloed door de ontwikkelingen in het vlak van de vaak aangekochte artikelen, die hoofdzakelijk behoren tot de categorie contante uitgaven. Een en ander verklaart ook het enigszins volatiele patroon van de inflatieperceptie. In de tweede helft van 2003 leek de inflatieperceptie van de consumenten zich te hebben gestabiliseerd op een naar historische maatstaven vrij hoog peil.

Grafiek 17 Uitsplitsing industriële producentenprijzen

(mutaties in procenten per jaar; maandgegevens)



Bron: Eurostat.

De inflatieverwachtingen van de consumenten voor de volgende twaalf maanden, daarentegen, bleven gedurende 2003 historisch gezien zeer laag.

MATIGE PRIJSDRUK BIJ DE PRODUCENTEN

Het jaarlijkse stijgingstempo van de totale industriële producentenprijzen (ongerekend de bouwnijverheid) is in de loop van 2003 vertraagd onder invloed van de appreciatie van de wisselkoers van de euro, die de effecten van de hogere oliepijzen en grondstoffenprijzen met uitzondering van olie ongedaan maakte (zie Grafiek 17). Dit leidde tot een jaarlijkse gemiddelde toename van de producentenprijzen met 1,6% in 2003. De zwakke economische omstandigheden kunnen de bedrijven tijdens het grootste deel van het jaar eveneens hebben verhinderd de producentenprijzen te verhogen.

Het patroon dat de jaarlijkse groei van de totale producentenprijzen in 2003 volgde, resulteerde vooral uit de ontwikkelingen van de prijzen van energie en halfabrikaten. Door het verloop van

Tabel 5 Arbeidskostenindicatoren

(mutaties in procenten per jaar, tenzij anders aangegeven)

	2001	2002	2003	2002 kw 4	2003 kw 1	2003 kw 2	2003 kw 3	2003 kw 4
Contractlonen	2,6	2,7	2,4	2,7	2,7	2,4	2,5	2,2
Totale arbeidskosten per uur	3,3	3,5	.	3,5	3,1	3,2	2,9	.
Bruto maandinkomens	2,9	3,0	.	3,1	2,9	2,8	2,6	.
Loonsom per werknemer	2,8	2,6	.	2,5	2,6	2,7	2,6	.
Arbeidsproductiviteit	0,2	0,4	.	0,9	0,6	0,0	0,2	.
Arbeidskosten per eenheid product	2,6	2,2	.	1,6	2,0	2,7	2,4	.

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

de olieprijs nam het twaalfmaands mutatie-tempo van de industriële energieprijzen in de eerste maanden van het jaar toe. Daarna vertraagde het dankzij de matiging van de olieprijs en de appreciatie van de euro. Het jaarlijkse groeitempo van de prijzen van halffabrikaten, dat over 2003 als geheel gemiddeld 0,8% bedroeg, lag hoger in de eerste helft van het jaar en verminderde in de tweede helft naarmate de invloed van de appreciatie van de wisselkoers zich deed gevoelen. Zoals gewoonlijk gaven de twee andere belangrijke componenten van de totale producentenprijzen, namelijk de prijzen van kapitaalgoederen en consumptiegoederen, veel stabielere jaarlijkse groeicijfers te zien. Hieruit blijkt dat de zwakke vraagvoorwaarden de bedrijven ervan hebben kunnen weerhouden de stijgingen van de prijzen van energie en halffabrikaten in het begin van 2003 door te berekenen in latere stadia van het productieproces. De jaarlijkse gemiddelde groeicijfers van de prijzen van consumptiegoederen en kapitaalgoederen bedroegen respectievelijk 1,1% en 0,4%.

STIJGING NOMINALE ARBEIDSKOSTEN IN 2003 AFGEVLAKT

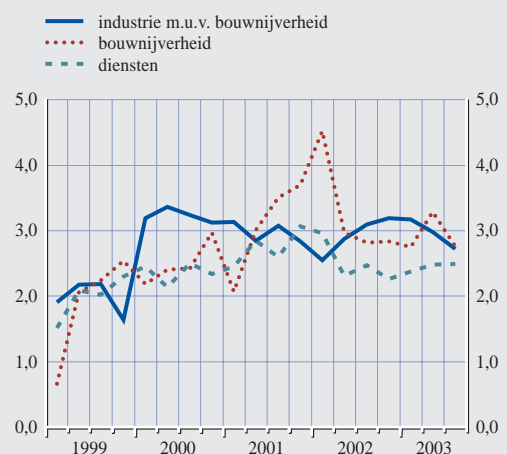
De geleidelijke opwaartse beweging die de groeicijfers van de arbeids- en loonkostenindicatoren voor het hele eurogebied sinds 1999 lieten optekenen, vlakke begin 2003 af (zie Tabel 5).

De groei van de loonsom per werknemer vertraagde in de tweede helft van 2002 en bleef in de eerste drie kwartalen van 2003 nagenoeg onveranderd.

De beschikbare informatie over de loonsom per werknemer geeft voor de eerste drie kwartalen van 2003 enkele opmerkelijke sectorale verschillen te zien. In de bouwnijverheid steeg de groei in de eerste helft van 2003 en liep daarna terug, terwijl in de industrie met uitzondering van de bouwnijverheid voor het hele jaar een geleidelijke afname werd opgetekend. Wat de diensten betreft, leek de groei van de loonsom per werknemer zich in 2003 voor de sector als geheel te stabiliseren. Binnen de subsectoren werden echter enkele compenserende effecten opgetekend: de toename in de marktgebonden diensten (die de handel, de horeca, en de financiële en zakelijke dienstverlening omvatten) tijdens de eerste twee kwartalen nam in het derde kwartaal af, terwijl het in de eerste helft van het

Grafiek 18 Sectorale loonsom per werknemer

(mutaties in procenten per jaar; kwartaalgegevens)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Tabel 6 Samenstelling van de reële bbp-groei

(mutaties in procenten, tenzij anders aangegeven: voor seizoenen gezuiverde gegevens)

	Jaarcijfers ¹⁾								Kwartaalcijfers ²⁾				
	2001	2002	2003	2002	2003	2003	2003	2003	2002	2003	2003	2003	2003
				kw 4	kw 1	kw 2	kw 3	kw 4	kw 4	kw 1	kw 2	kw 3	kw 4
Reëel bruto binnenlands product	1,6	0,9	0,4	1,1	0,7	0,1	0,3	0,6	0,0	0,0	-0,1	0,4	0,3
<i>waarvan:</i>													
Binnenlandse vraag	1,0	0,3	1,0	0,9	1,3	1,0	0,5	1,3	0,3	0,4	0,1	-0,2	1,0
Particuliere consumptie	1,7	0,1	1,0	0,6	1,3	1,0	0,9	0,7	0,3	0,4	0,0	0,2	0,1
Overheidsconsumptie	2,5	2,9	1,9	2,2	1,9	1,7	1,8	2,3	0,1	0,5	0,6	0,6	0,6
Brutovorming van vast kapitaal	-0,3	-2,8	-1,2	-1,6	-1,9	-0,8	-1,2	-0,8	0,3	-0,9	-0,4	-0,2	0,6
Voorraadwijzigingen ^{3), 4)}	-0,5	0,2	0,3	0,5	0,5	0,2	-0,1	0,5	0,0	0,2	0,1	-0,4	0,7
Netto-uitvoer ⁵⁾	0,7	0,6	-0,6	0,2	-0,5	-0,8	-0,2	-0,6	-0,2	-0,4	-0,2	0,6	-0,7
Uitvoer ⁵⁾	3,4	1,5	0,0	3,6	1,9	-1,5	-0,5	0,1	-0,4	-1,5	-0,9	2,3	0,2
Invoer ⁵⁾	1,7	-0,1	1,5	3,3	3,6	0,8	0,0	1,8	0,3	-0,6	-0,4	0,8	2,1
Reële bruto toegevoegde waarde													
<i>waarvan:</i>													
Industrie m.u.v. bouwnijverheid	0,5	0,2	-0,1	1,4	0,7	-1,0	-0,6	0,7	-0,6	0,3	-0,8	0,5	0,7
Bouwnijverheid	-0,6	-1,1	-0,8	-1,5	-2,0	-0,4	-0,4	-0,4	0,0	-0,6	0,1	0,0	0,1
Marktgebonden diensten ⁶⁾	3,1	1,1	0,7	1,1	0,9	0,4	0,9	0,6	0,2	-0,1	0,1	0,7	-0,1

Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

1) Jaarcijfers: mutatie in procenten tegenover de overeenkomstige periode een jaar eerder.

2) Kwartaalcijfers: 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, transport, communicatie, financiële en zakelijke dienstverlening.

jaar opgetekende groeitempo bij de niet-marktgebonden diensten in het derde kwartaal versnelde. Uit die ontwikkelingen blijkt dat de lagere groeicijfers van de industriële activiteit ten grondslag kunnen liggen aan de daling van de groei van de arbeidskosten in de industrie tijdens de eerste drie kwartalen van 2003. De ontwikkelingen van de arbeidskosten in de diensten kunnen ook iets van de veerkracht van de dienstprijzen tijdens het jaar als geheel helpen verklaren, gelet op het hogere aandeel van de arbeidskosten in de dienstensector.

De groei van de contractlonen vertraagde in 2003 ten opzichte van 2002 en de bruto maandinkomens leken een vergelijkbare trend te volgen. Er werd ook een duidelijke matiging vastgesteld van de groei van de arbeidskosten gemeten op basis van het aantal gewerkte uren, aangezien de arbeidskosten per uur in de eerste drie kwartalen van 2003 minder sterk toenamen dan gemiddeld in 2001 en 2002.

Aangezien de groei van de loonsom per werknemer in de eerste drie kwartalen van het jaar

vrijwel ongewijzigd bleef, leidde de lagere productiviteitsgroei in het tweede en derde kwartaal van 2003 tot een stijging van de arbeidskosten per eenheid product van 2,0% op jaarbasis in het eerste kwartaal tot 2,7% in het tweede en 2,4% in het derde kwartaal. Het verloop van de winstmarge, zoals dat bij benadering wordt gemeten door de kloof tussen de jaarlijkse groeicijfers van de bbp-deflator en de arbeidskosten per eenheid product, gaf aan dat het vertraagde herstel van de economische activiteit in het eurogebied de winsten bleef drukken. In de tweede helft van 2003 droeg een zekere verbetering van de productiviteitsgroei echter bij tot een matiging van de arbeidskosten per eenheid product.

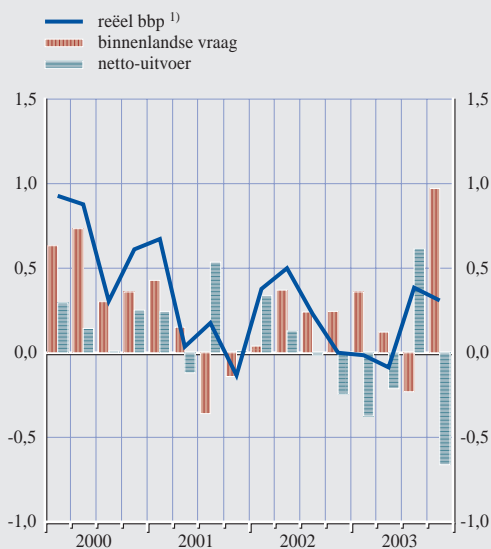
2.3 PRODUCTIE-, VRAAG- EN ARBEIDSMARKTONTWIKKELINGEN

HERSTEL VAN DE ACTIVITEIT IN 2003

In de tweede helft van 2003 leefde de economische activiteit in het eurogebied op, na sinds het vierde kwartaal van 2002 algemeen te hebben

Grafiek 19 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) Mutatie in procenten tegenover het voorgaande kwartaal.

gestagneerd (zie Tabel 6). De eerdere groeiverwachtingen voor 2003 als geheel dienden echter te worden terugschroefd. Het reële bbp groeide met 0,4%, wat een verdere vertraging betekende ten opzichte van 0,9% in 2002, en bleef voor het derde jaar op rij onder het trendmatige groeitempo van de potentiële output. Bovendien bleven de arbeidsmarktontwikkelingen het hele jaar lang gematigd. Dit povere resultaat beklemtoonde de noodzaak om de structurele flexibiliteit van het eurogebied en zijn veerkracht om schokken op te vangen, te vergroten. In Kader 5 wordt nader ingegaan op de voortgang die is geboekt met betrekking tot de hervormingsagenda van de EU.

Begin 2003 droegen een aantal factoren, bijvoorbeeld de aanhoudend gematigde activiteit in de wereldeconomie, bij tot de zwakke economische situatie. Bovendien ging het producenten- en consumentenvertrouwen er nog sterker op achteruit door de grote onzekerheid die de oorlog in Irak voorafging. Tegen het midden van het jaar ebde de geopolitieke onzekerheid geleidelijk weg, wat leidde tot een versteviging

van het vertrouwen en een aantrekkende economische activiteit, gestimuleerd door de buitenlandse vraag.

UITVOER GEEFT AANZET TOT HERSTEL AAN UITGAVENZIJDE

De versnelling van de activiteit in de tweede helft van 2003 weerspiegelde de positieve impact, op de uitvoer van het eurogebied, van de verbeterende buitenlandse vraag. Die impact werd echter getemperd door de appreciatie van de euro. De bijdrage van de netto-uitvoer tot de groei op kwartaalbasis, die in het derde kwartaal positief was geworden, werd in het vierde kwartaal opnieuw negatief vanwege de sterke invoergroei (zie Grafiek 19). Over het hele jaar 2003 leverde de netto-uitvoer een negatieve bijdrage van 0,6 procentpunt tot de groei.

In de loop van 2003 waren de veranderingen in de bijdrage van de binnenlandse vraag aan de groei grotendeels toe te schrijven aan ontwikkelingen inzake voorraadmutaties. De voorraadaanvulling in de eerste helft van het jaar, die volgde op een twee jaar durende periode van voorraadintering, was mogelijkterwijs het gevolg van onzekerheid over het aanbod van ingevoerde halffabrikaten en onverwachte dalingen van de vraag als gevolg van de oorlog in Irak. Die voorraadvorming werd in het derde kwartaal gedeeltelijk tenietgedaan, maar nam in het laatste kwartaal van het jaar opnieuw toe. De bijdrage van de voorraadmutaties tot de reële bbp-groei bedroeg in 2003 0,3 procentpunt, dat is iets meer dan in het voorgaande jaar.

De binnenlandse consumptieve vraag (d.w.z. exclusief voorraadmutaties) bleef gedurende het grootste deel van 2003 gematigd en herstelde zich maar lichtjes in de tweede helft van het jaar. De totale bijdrage ervan tot de reële bbp-groei in 2003 bedroeg 0,7 procentpunt. In de loop van het jaar vertoonden de investeringen in vaste activa en de particuliere consumptie tegengestelde ontwikkelingen. De investeringen in vaste activa liepen in de eerste drie kwartalen terug, maar het afnametempo werd geleidelijk trager en in het vierde kwartaal lie-

VOORUITGANG INZAKE STRUCTURELE HERVORMINGEN VAN DE PRODUCT- EN ARBEIDSMARKTEN IN HET EUROGEBIED

Structurele hervormingen van de product- en arbeidsmarkten zijn essentieel voor het verhogen van het groeipotentieel van de economie van het eurogebied en vergemakkelijken de aanpassing aan economische veranderingen. Maatregelen om het potentiële economische groeitempo te verhogen, zijn des te belangrijker, gezien het neerwaarte effect dat de vergrijzing van de bevolking waarschijnlijk zal hebben op het arbeidsaanbod. In maart 2000 bekleemtoonde de Europese Raad van Lissabon dat het belangrijk was om het regelgevende kader te moderniseren en legde hij een ambitieuze hervormingsagenda vast met als doelstelling dat de EU zich tegen 2010 dient te ontwikkelen tot de meest concurrerende en dynamische, op kennis gebaseerde economie ter wereld. Dit kader geeft een beknopt overzicht van de voortgang die de laatste jaren, en met name in 2003, is gemaakt met betrekking tot de uitvoering van de hervormingsagenda van de EU.

De EU volgt en evalueert de werking van productmarkten in het kader van het Cardiff-proces, terwijl de arbeidsmarkthervorming beoordeeld wordt in het kader van het Luxemburg-proces. Beide processen beoordelen hervormingen in elk van de verschillende landen en zorgen voor elementen bij het opstellen van de globale richtsnoeren voor het economisch beleid (GREB's), die de overkoepelende beleidsprioriteiten voor de diverse economische-beleidsdomeinen bepalen. Vervolgens vormen die prioriteiten de basis van beleidsaanbevelingen die voor elke EU-lidstaat worden gedaan.¹

Wat de *arbeidsmarkten* betreft, beklemtonen de GREB's voor de periode 2003-2005 de noodzaak om: (i) het gecombineerde impulseffect van belastingen en uitkeringen te verbeteren om werk lonend te maken, (ii) te zorgen voor efficiënte, actieve arbeidsmarktmaatregelen voor de meest achtergestelden, (iii) een meer flexibele werkorganisatie te bevorderen en de regelgeving betreffende de arbeidsovereenkomsten te herzien, (iv) de geografische mobiliteit en de verandering van beroep te vergemakkelijken en (v) ervoor te zorgen dat het stelsel van loononderhandelingen erop wordt gericht de productiviteitsontwikkeling in de lonen tot uitdrukking te laten komen.

Een aantal landen hebben hervormingen aangebracht in hun belasting- en uitkeringsstelsels teneinde indirecte loonkosten te verminderen en het arbeidsaanbod te bevorderen. De belastingen werden verlaagd voor de lagere en modale inkomens; de werknemers- en werkgeversbijdragen voor de sociale zekerheid werden verlaagd, met name voor de laagbetaalde werknemers. Bovendien werden vorderingen gemaakt bij het verhogen van de participatiegraad van mensen aan de rand van de arbeidsmarkt. Een aantal lidstaten hebben de rol van de uitzendkantoren versterkt en verscheidene belemmeringen voor deeltijdwerk werden weggenomen.

Al met al hebben de meeste EU-lidstaten in 2003 arbeidsmarkthervormingen ingevoerd. Gezien het nog steeds hoge peil van de structurele werkloosheid, lijken de hervormingen evenwel achter te blijven bij wat door de regeringen werd aangekondigd. Beperkte vorderingen werden

¹ Aanbeveling van de Raad van 26 juni 2003 betreffende de globale richtsnoeren voor het economische beleid van de lidstaten en de Gemeenschap. De GREB's van 2003 werden vastgesteld voor de periode 2003-2005.

gemaakt inzake het aantrekken van meer mensen voor de arbeidsmarkt, het investeren in de vorming van menselijk kapitaal en de uitbreiding van het aanpassingsvermogen van zowel werknemers als ondernemingen aan wisselende macro-economische omstandigheden. Maatregelen die gericht zijn op het verminderen van de langdurige werkloosheid via herscholing, alsook het verbeteren van de inzetbaarheid van laaggeschoolde en oudere werknemers kunnen worden beschouwd als prioritaire domeinen voor hervormingen. Bovendien zijn verdere hervormingen noodzakelijk om de arbeidsmobiliteit te bevorderen door het verbeteren van de overdraagbaarheid van pensioenrechten en rechten inzake gezondheidszorg, alsmede door het toelaten van loondifferentiatie volgens lokale, regionale en sectorale verschillen in productiviteit.

De agenda voor structurele hervorming van de *productmarkten* omvat zeer uiteenlopende terreinen. In de GREB's wordt er bij de lidstaten onder andere op aangedrongen de concurrentie op de markten voor goederen en diensten te bevorderen door (i) de richtlijnen met betrekking tot de interne markt sneller om te zetten in nationale wetgeving, (ii) de overheidsbestedingen toegankelijker te maken, (iii) de mededingingsautoriteiten en de regelgevende autoriteiten passende bevoegdheden en middelen te verlenen en hun onafhankelijkheid te waarborgen, (iv) de overheidssteun te verminderen en (v) markttoetreding en een effectieve concurrentie in de netwerkindustrieën te bevorderen.

Na vele jaren van gestage vooruitgang, begon het percentage interne-markt-wetgeving van de EU dat door de lidstaten nog niet in nationale wetgeving was omgezet (bekend als de "omzettingsachterstand") in 2002 toe te nemen en de verslechtering hield in 2003 aan. De Europese Commissie heeft diverse initiatieven genomen om de werking van de interne markt te verbeteren. Er zijn niettemin nog steeds een aantal belangrijke obstakels die dat in de weg staan, vooral in de dienstensector. Vele van die belemmeringen lijken toe te schrijven te zijn aan de nationale wetgeving, bijvoorbeeld administratieve procedures voor de oprichting van dochterondernemingen in andere lidstaten. Voor de versterking van de concurrentie zijn er aanwijzingen dat vele landen van het eurogebied stappen hebben ondernomen om de efficiëntie en transparantie van de procedures voor overheidsaanbestedingen te verbeteren. Een aantal landen hebben daarboven de bevoegdheden van hun mededingingsautoriteiten en regelgevende autoriteiten uitgebreid. Bovendien lijkt de tendens van de jongste jaren tot het verminderen en het heroriënteren van de overheidssteun zich te hebben voortgezet, hoewel die in sommige sectoren, zoals transport, nog steeds een belangrijke rol speelt. De landen van het eurogebied zijn blijven doorgaan met de implementatie van hervorming in de regelgeving voor netwerkindustrieën, zij het in verschillende mate. Niettemin zou de efficiënte concurrentie in die voorheen afgeschermdere sectoren verder kunnen worden verhoogd.

De slotsom is dat het hervormingsproces in 2003 vrij traag is blijven verlopen. Dat vergroot de bezorgdheid dat de EU misschien niet staat zal blijven de doelstellingen van Lissabon te halen, tenzij de lidstaten hun inspanningen krachtadig opdrijven. Een hernieuwde impuls in het proces van structurele hervorming zou niet enkel lange-termijnvoordelen inzake groei opleveren, maar zou ook de consumenten en investeerders vertrouwen geven en aldus enige korte-termijn groei-impuls met zich brengen.

ten de investeringen in vaste activa weer een positief groeitempo optekenen. Daarentegen groeide de particuliere consumptie in het begin van 2003 met 0,4% op kwartaalbasis, maar gedurende de rest van het jaar ging ze vrijwel stagneren.

Een gemeenschappelijke factor die in de eerste helft van 2003 een negatieve invloed uitoefende op de investeringen in vaste activa en op de particuliere consumptie was de onzekerheid omtrent de oorlog in Irak en omtrent de economische vooruitzichten voor de periode erna. Dit betekende dat de gezinnen aarzelden om grote aankopen te verrichten en dat de bedrijven terughoudend waren om hun productiecapaciteit uit te breiden. Het verhulde tevens dat de onderliggende voorwaarden voor consumptie en investeringen relatief gunstig waren. Met name het lage rentepercentage verlichtte de schuldenlast van gezinnen en bedrijven. Bovendien vergrootte de verbeterde ruilvoet als gevolg van de appreciatie van de euro het reële inkomen in de binnenlandse economie.

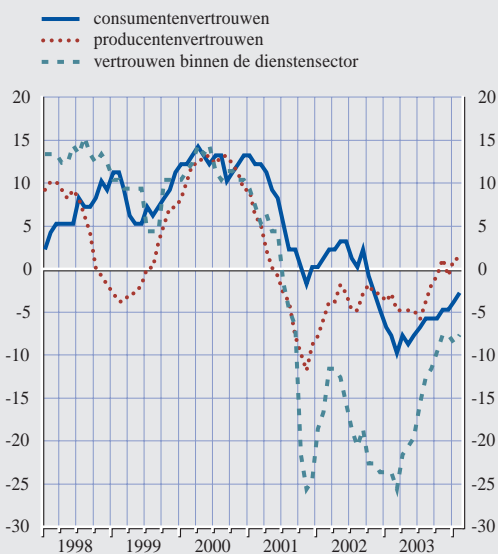
De onzekerheid over de algemene economische vooruitzichten viel samen met de aanhoudende inspanningen van de ondernemingen om hun balansen te consolideren. Het is niet denkbeeldig dat in die context de verbeterde winstgevendheid veeleer werd aangewend voor het verder verbeteren van de hefboomratio's dan voor kapitaaluitgaven. Door de aanhoudende onzekerheid omtrent de arbeidsmarktvooruitzichten en de arbeidszekerheid kunnen de gezinnen ertoe besloten hebben uit voorzorgsmotieven hun besparingen aan te passen liever dan de consumptie te ondersteunen. Het is niet uitgesloten dat in een aantal landen de besprekingen over het hervormen van de sociale-zekerheidsstelsels en de gezondheidszorgsystemen de onzekerheid van de gezinnen nog hebben aangewakkerd en aan de hierboven vermelde voorzorgsmotieven kracht hebben bijgezet. Toen er in de tweede helft van het jaar duidelijker tekenen van een opleving van de economische activiteit tot uiting kwamen, toonden de bedrijven zich minder huiverig om te investeren, terwijl de consumptieve bestedingen van de gezinnen gematigd bleven.

INDUSTRIE IS STUWENDE KRACHT ACHTER HERSTEL AAN PRODUCTIEZIJDE

Zowel de industrie als de verhandelbare diensten droegen in de loop van 2003 bij tot de opleving van de productie, maar de bijdrage

Grafiek 20 Vertrouwensindicatoren

(procentuele saldi)



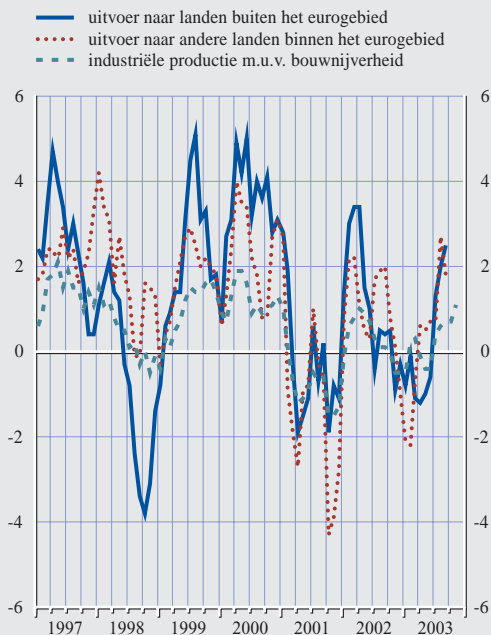
Bronnen: Conjunctuurenquêtes van de Europese Commissie.
Toelichting: Alle gegevens zijn voor seizoenen gezuiverd. De getoonde gegevens zijn berekend als afwijkingen van het gemiddelde over de periode vanaf januari 1985 voor het consumenten- en producentenvertrouwen en vanaf april 1995 voor het vertrouwen binnen de dienstensector.

van de industrie was aanzienlijker. De productie in de marktgebonden diensten, zoals gemeenten aan de reële toegevoegde waarde, trok wat vroeger aan dan in de industrie (ongerekend de bouwnijverheid). Dat strookte globaal met de vaststelling dat het vertrouwen in de dienstensector in het tweede kwartaal van 2003 was begonnen te verbeteren, terwijl het producentenvertrouwen begon op te leven in het derde kwartaal (zie Grafiek 20). De ontwikkelingen liepen echter uiteen in het laatste kwartaal van het jaar, toen de productie in de industrie verder versnelde, terwijl de productie er in de verhandelbare diensten ietwat op achteruitging.

Uit een vergelijking van het gemiddelde productiegroei cijfer in 2003 met de percentages tijdens de voorgaande jaren en gedurende de conjunctuurcyclus, bleek dat het resultaat van de dienstensector relatief zwak was. De groei van de reële toegevoegde waarde in de verhandelbare diensten beliep 0,7%, dat is een verdere daling in vergelijking met de twee voor-

Grafiek 21 Uitvoer van goederen en industriële productie

(volumes; voor seizoenen gezuiverd)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.
Toelichting: De getoonde gegevens zijn berekend als procentuele mutaties op kwartaalbasis.

gaande jaren en een lager niveau dan tijdens de recessie van 1993. De groei in de industrie (ongerekend de bouwnijverheid) bedroeg daarentegen -0,1%, dat is iets lager dan in de twee voorgaande jaren, maar in overeenstemming met de groeicijfers die doorgaans worden opgetekend tijdens periodes van sterke economische achteruitgang.

De versnelling van de industriële activiteit in de tweede helft van 2003 weerspiegelt grotendeels de opleving van de uitvoer van goederen, wat strookt met de uitgesproken conjunctuurgevoeligheid van de productie in de landen van het eurogebied voor externe ontwikkelingen. Zowel de uitvoer naar landen van het eurogebied als de uitvoer naar landen buiten het eurogebied lijken in de tweede helft van 2003 impulsen te hebben gegeven aan de opleving van de industriële productie (ongerekend de bouwnijverheid) (zie Grafiek 21).

MINDER ONDERLINGE VERSCHILLEN IN PRODUCTIEGROEI TUSSEN DE LANDEN

Diverse spreidingsmaatstaven wijzen erop dat de verschillen tussen de reële bbp-groei in de landen van het eurogebied in 2003 verkleinden. Deels als gevolg van de vertraging van de wereldeconomie, liep de jaarlijkse gemiddelde groei van het reële bbp in de meeste landen van het eurogebied in 2003 terug ten opzichte van het jaar voordien, behalve in België, Spanje en Griekenland die een gematigde groeistijging lieten optekenen. In Italië bleef de groei zo goed als ongewijzigd.

WERKGELEGENHEID GROTENDEELS STABIEL IN 2003

Enigszins in tegenstelling tot de totale productie, lijkt het werkgelegenheidsniveau in het eurogebied gedurende heel 2003 grotendeels stabiel te zijn gebleven (zie Tabel 7). Dat was ook het geval tijdens het grootste deel van 2002. De nationale gegevens die beschikbaar zijn voor het vierde kwartaal van 2003 wijzen erop dat de jaarlijkse gemiddelde groei van de totale werkgelegenheid in 2003 ongeveer 0,1-0,2% bedroeg. De werkgelegenheid bleek derhalve veerkrachtiger dan wat te verwachten viel gelet op de langdurige periode van zwakke economische activiteit. Hoewel de werkgelegenheid globaal beschouwd stabiel bleef, blijkt uit de van de beroepsbevolkings-enquêtes afkomstige gegevens dat het aantal gewerkte uren per werkende de voorbije jaren relatief sterk teruggelopen is en derhalve de verklaring vormt voor het grootste gedeelte van de aanpassing van de arbeidsmarkt die doorgaans gepaard gaat met een economische teruggang. Tot op zekere hoogte zou dit contrasteren met de ontwikkelingen tijdens eerdere periodes van economische vertraging, toen het zwaartepunt van de aanpassing veeleer bij de werkgelegenheid lag dan bij het aantal uren.

Aanpassingen van de gewerkte uren per werkende kunnen deels een afspiegeling zijn van een toegenomen arbeidsmarktflexibiliteit, bijvoorbeeld door toe te staan dat de arbeidstijden worden berekend en opgenomen over volledige jaren eerder dan over weken of maanden of door het aantal deeltijdbanen op te voeren. De stabiele werkgele-

genheid in 2003 impliceert dat, gemeten per werknemer, verbeteringen van de totale arbeidsproductiviteit pas in de tweede helft van het jaar tot uiting kwamen, toen de activiteit begon aan te trekken. Gemeten per gewerkt uur, kunnen verbeteringen van de arbeidsproductiviteit sneller verdwijnen, aangezien de eerdere neerwaartse aanpassing van het gemiddeld aantal gewerkte uren waarschijnlijk ongedaan wordt gemaakt naarmate het herstel zich verder manifesteert.

Het grotendeels onveranderde totale werkgelegenheidspeil in de loop van 2003 verhult tegen-gestelde ontwikkelingen in de industrie en de diensten. In de eerste drie kwartalen van 2003 liep de werkgelegenheid terug in de industrie, maar dat werd gecompenseerd door de netto werkgelegenheidscreatie in de diensten. Zowel in de industrie als in de diensten viel de gemiddelde werkgelegenheids-groei in 2003 echter zeer waarschijnlijk geringer uit dan in 2002. Bovendien wijzen gegevens uit de beroepsbevolkings-enquêtes erop dat de aanpassing van de arbeidsinput via het aantal gewerkte uren per werknemer kenmerkend was voor beide sectoren.

STIJGING VAN WERKLOOSHEIDSGRAAD STOPT IN 2003

In het voorjaar van 2003 kwam een einde aan de sinds begin 2001 opgetekende stijging van de

werkloosheidsgraad, waarna deze laatste gedurende de rest van het jaar onveranderd bleef op 8,8%. Gemiddeld beschouwd, lag het werkloosheidspercentage in 2003 0,4 procentpunt hoger dan in 2002. Die stijging was wijdverbreid over de afzonderlijke leeftijdsgroepen en over mannen en vrouwen, hoewel de kloof tussen de werkloosheidsgraad voor personen onder de 25 en die voor personen van 25 en ouder nog wat groter werd, terwijl het ecart tussen de werkloosheidsgraad voor vrouwen en die voor mannen bleef vernauwen.

De meeste landen van het eurogebied zagen tussen 2002 en 2003 hun werkloosheidsgraad stijgen, behalve Griekenland en Italië, waar de werkloosheid daalde, en Finland en Spanje, die een grotendeels constante werkloosheid lieten optekenen. De verschillen inzake werkloosheidsgraad tussen de landen van het eurogebied werden in 2003 al met al kleiner. In een aantal landen weerspiegelen de voor 2003 opgetekende werkloosheidscijfers deels weglatingen uit de officiële statistieken als gevolg van wijzigingen in de registratie van werklozen en/of van arbeidsmarkthervormingen.

Hoewel de werkloosheid in het hele eurogebied in 2003 grotendeels stabiel was, bleef het aantal werklozen gedurende het grootste deel van het

Tabel 7 Arbeidsmarktontwikkelingen

(mutaties in procenten per jaar en procenten)

	2001	2002	2003	2001 kw 3	2001 kw 4	2002 kw 1	2002 kw 2	2002 kw 3	2002 kw 4	2003 kw 1	2003 kw 2	2003 kw 3	2003 kw 4
Beroepsbevolking	0,9	0,9	.	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	0,7	0,6	0,6	0,5	.
Werkgelegenheid	1,4	0,4	.	1,2	0,8	0,7	0,5	0,4	0,2	0,1	0,1	0,2	.
Landbouw ¹⁾	-0,8	-2,1	.	-1,1	-1,5	-2,4	-2,1	-2,0	-2,0	-2,2	-1,9	-1,5	.
Industrie ²⁾	0,4	-1,3	.	0,1	-0,4	-1,0	-1,2	-1,4	-1,6	-1,5	-1,4	-1,5	.
– m.u.v. bouwnijverheid	0,3	-1,4	.	0,0	-0,5	-1,1	-1,3	-1,4	-1,8	-1,8	-1,9	-1,9	.
– bouwnijverheid	0,4	-0,9	.	0,4	-0,1	-0,7	-0,8	-1,2	-1,0	-0,8	0,1	-0,2	.
Diensten ³⁾	1,9	1,3	.	1,7	1,5	1,6	1,4	1,2	1,1	0,8	0,8	0,9	.
Werkloosheidsgraden⁴⁾													
Totaal	8,0	8,4	8,8	8,0	8,1	8,2	8,3	8,5	8,6	8,7	8,8	8,8	8,8
Jonger dan 25 jaar	15,7	16,2	16,8	15,7	15,8	16,0	16,2	16,3	16,4	16,8	16,8	16,7	16,7
25 jaar en ouder	7,0	7,4	7,7	7,0	7,1	7,2	7,3	7,4	7,6	7,7	7,8	7,8	7,8

Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

1) Omvat tevens visserij, jacht en bosbouw.

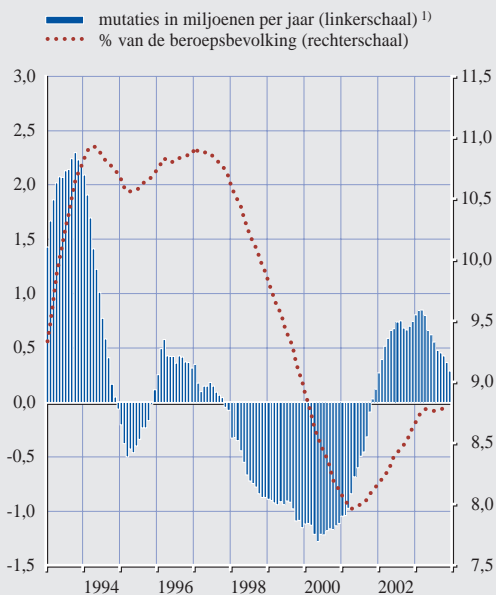
2) Omvat verwerkende industrie, bouwnijverheid, winning van delfstoffen, en elektriciteit-, gas- en watervoorziening.

3) Met uitzondering van extraterritoriale organen en instellingen.

4) Procenten van de beroepsbevolking.

Grafiek 22 Werkloosheid

(maandgegevens; voor seizoenen gezuiverd)



Bron: Eurostat.

Toelichting: De gegevens hebben betrekking op de Euro-12 (ook voor de periodes vóór 2001).

1) De mutaties per jaar zijn niet voor seizoenen gezuiverd.

jaar licht stijgen. In december waren er in totaal 12,3 miljoen werklozen, dat is een toename met ongeveer 270.000 ten opzichte van het jaar voordien (zie Grafiek 22). Gezien het globaal stabiele werkgelegenheidspeil, wees de stijging van het aantal werklozen op een gestage groei van de beroepsbevolking. Deze groei viel in 2003 echter iets geringer uit dan in 2002. De stijging van de werkloosheidsgraad en een verdere daling van de vacaturegraad ontmoedigen waarschijnlijk de arbeidsmarktparticipatie, bijvoorbeeld door het vertragen van de toetreding tot de arbeidsmarkt.

2.4 BEGROTINGSONTWIKKELINGEN

VERDERE VERSLECHTERING VAN BEGROTINGSALDI IN 2003

Het begrotingssaldo van het eurogebied verslechterde in 2003 voor het derde jaar op rij. Volgens de meest recente gegevens van Euro-

stat bedroeg het tekort in 2003 gemiddeld 2,7% bbp, tegen 2,3% in 2002 (zie Tabel 8). Die aanmerkelijke verslechtering was vooral toe te schrijven aan de werking van de automatische stabilisatoren in een aanzienlijk minder gunstige macro-economische omgeving dan verwacht. De meeste lidstaten slaagden er niet in de doelstellingen uit de eind 2002 en begin 2003 voorgelegde stabiliteitsprogramma's te halen. Gemiddeld werd bijna 1,0% bbp van die doelstellingen afgeweken.

De begrotingsontwikkelingen bleven een reden tot zorg in landen die in 2002 al aanzienlijke begrotingstekorten hadden laten optekenen. In 2003 lagen de tekorten in Duitsland en Frankrijk in de buurt van of boven 4% bbp, terwijl Portugal, ondanks de tenuitvoerlegging van grootschalige tijdelijke maatregelen, een tekort vertoonde in de buurt van 3% bbp. Het tekort van de totale overheid in Nederland bedroeg in 2003 ook 3%.

Aan de uitgavenzijde vertoonde de quote van de overheidsuitgaven tot het bbp in het eurogebied in 2003 een stijging ten opzichte van 2002, gezien de voortdurende opwaartse druk op de lopende uitgaven die grotendeels voortvloeide uit de hogere werkloosheidsuitgaven en de daarmee samenhangende sociale overdrachten. De rentelasten liepen in 2003 licht terug. Aan de ontvangstenzijde kan de trage groei van de belastingontvangsten in 2003 vooral worden verklaard door de zwakke economische activiteit en door andere onverwachte tegenvallende belastingontvangsten.

Ongunstige begrotingsontwikkelingen oefenden een negatieve invloed uit op de gemiddelde overheidsschuld in het eurogebied. Nadat de schuldquote gedurende verscheidene jaren een ononderbroken, zij het gematigde, daling had vertoond, liep de schuldquote voor het eurogebied in 2003 op tot 70,4%. Die verslechtering weerspiegelt de aanhoudende daling van het primaire overschot en de gematigde groei van het nominale bbp. In 2003 lag de schuldquote boven 60% bbp in Frankrijk, terwijl ze in Duitsland en Oostenrijk boven die referentiewaarde

Tabel 8 Begrotingsposities in het eurogebied

(procenten bbp)

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

	2000	2001	2002	2003
Eurogebied	-0,9	-1,7	-2,3	-2,7
België	0,2	0,4	0,1	0,2
Duitsland	-1,2	-2,8	-3,5	-3,9
Griekenland	-2,0	-2,0	-1,4	-1,7
Spanje	-1,0	-0,4	0,0	0,3
Frankrijk	-1,4	-1,6	-3,3	-4,1
Ierland	4,4	1,1	-0,4	-0,2
Italië	-1,8	-2,6	-2,3	-2,4
Luxemburg	6,3	6,3	2,7	-0,1
Nederland	1,5	0,0	-1,9	-3,0
Oostenrijk	-1,9	0,2	-0,2	-1,1
Portugal	-3,2	-4,4	-2,7	-2,8
Finland	7,1	5,2	4,3	2,3

Brutoschuld van de gezamenlijke overheid

	2000	2001	2002	2003
Eurogebied	70,4	69,4	69,2	70,4
België	109,1	108,1	105,8	100,5
Duitsland	60,2	59,4	60,8	64,2
Griekenland	106,2	106,9	104,7	102,4
Spanje	61,2	57,5	54,6	50,8
Frankrijk	57,2	56,8	58,6	63,0
Ierland	38,4	36,1	32,3	32,0
Italië	111,2	110,6	108,0	106,2
Luxemburg	5,5	5,5	5,7	4,9
Nederland	55,9	52,9	52,6	54,8
Oostenrijk	67,0	67,1	66,6	65,0
Portugal	53,3	55,6	58,1	59,4
Finland	44,6	43,9	42,6	45,3

Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De gegevens zijn gebaseerd op de definitie van de buitensporige-tekortenprocedure. Begrotingssaldi exclusief de opbrengsten uit de verkoop van UMTS-licenties.

bleef en in België, Griekenland en Italië uitkwam boven 100% bbp.

De begrotingskoers in het eurogebied was in 2003 al met al neutraal, afgemeten aan de verandering van het conjunctuurgezuiverde primaire overschot volgens de prognoses van de Europese Commissie. Dit weerspiegelt de beheersing van de voor de conjunctuur gezuiverde primaire uitgaven en de verhogingen van de indirecte belastingen en de sociale-zekerheidsbijdragen in een aantal landen, die grotendeels opwoog tegen de invoering van extra verlagingen van de inkomstenbelasting in verscheidene lidstaten.

EUROPEES BEGROTINGSKADER IN GEVAAR

Op 25 november 2003 besloot de Ecofin-Raad ten aanzien van Duitsland en Frankrijk niet de

aanbevelingen van de Europese Commissie te volgen en de buitensporige-tekortenprocedure voor die landen op te schorten. In de conclusies van de Ecofin-Raad werd aanbevolen dat Frankrijk in 2004 zijn voor de conjunctuur gecorrigeerde tekort met 0,8% bbp zou verlagen en met ten minste 0,6% in 2005, teneinde het tekort uiterlijk in 2005 terug te brengen tot minder dan 3% bbp. Tegelijkertijd heeft de Ecofin-Raad aanbevolen dat Duitsland zijn voor de conjunctuur gecorrigeerde tekort in 2004 met 0,6% bbp zou verminderen en in 2005 met ten minste 0,5%, teneinde het tekort uiterlijk tegen 2005 terug te brengen tot minder dan 3% bbp (zie Hoofdstuk 4). De beslissing van de Ecofin-Raad leidde tot onzekerheid omtrent de toekomstige tenuitvoerlegging van de regels inzake begrotingsbeleid in de landen van het eurogebied. Ze schiep ook een precedent van

een lakse toepassing van de buitensporige-tekortenprocedure, wat de stimuli voor consolidatie in de toekomst zou kunnen verzwakken.

Het is van essentieel belang dat het vertrouwen in de degelijkheid van de institutionele onderbouwing van de EMU in stand wordt gehouden. Duitsland en Frankrijk moeten nu hun verantwoordelijkheid dragen en hun verbintenis nakomen om hun buitensporige tekorten zo snel mogelijk te verhelpen, uiterlijk tegen 2005. Landen die nog steeds af te rekenen hebben met begrotingsonevenwichtigheden moeten ook voortgang boeken bij het streven naar begrotingsposities die op middellange termijn vrijwel in evenwicht zijn of een overschot vertonen, door het terugdringen van hun onderliggende tekort met ten minste 0,5% bbp per jaar.

Het voeren van een gezond begrotingsbeleid is in het belang van alle landen. Begrotingsposities nabij evenwicht of in overschot creëren ruimte voor de vrije werking van de automatische stabilisatoren, wat de afvlakking van de conjunctuurcycli bevordert. Dankzij gezonde overheidsfinanciën kunnen afzonderlijke landen ook het hoofd bieden aan de weerslag van de vergrijzing van de bevolking op de begroting door het verminderen van de overheidsschuldquotes. Gebrek aan discipline vergroot dan weer de onzekerheid omtrent de toekomstige gezondheid van de overheidsfinanciën en staat zo de lange-termijnbeslissingen van de economische subjecten in de weg. Het kan ook externe effecten teweegbrengen die een negatieve invloed kunnen uitoefenen op andere lidstaten.

Volgens de eind 2003 en begin 2004 voorgelegde stabiliteitsprogramma's wordt verwacht dat het tekort van het eurogebied in 2004 met 0,3 procentpunt zal teruglopen tot 2,4% bbp. Consolidatie-effecten als gevolg van uitgavenbeperkingen, de daling van de rentebetalingen en het geleidelijke herstel van de economische activiteit zouden moeten opwegen tegen de expansieve effecten ten gevolge van de belastingverminderingen in een aantal landen. Er wordt verwacht dat het voor de conjunctuur

gecorrigeerde saldo in het eurogebied in 2004 zal verbeteren. In Duitsland en Frankrijk zouden de tekorten in 2004 teruglopen, maar boven 3% bbp blijven. Volgens het advies van de Ecofin-Raad lijkt het aanpassingstraject in het stabiliteitsprogramma van Frankrijk onvoldoende om het buitensporig tekort tegen 2005 weg te werken, terwijl het aanpassingstraject van Duitsland mogelijk ook onvoldoende is om het buitensporige tekort tegen dat jaar te corrigeren. Op basis van de berekeningen van de Commissie, zoals weergegeven in de adviezen van de Ecofin-Raad, lijkt het bovendien onwaarschijnlijk dat Griekenland, Italië en Portugal hun voor de conjunctuur gecorrigeerde tekort in 2004 met ten minste 0,5% bbp zullen terugdringen.

STRUCTURELE HERVORMING VAN OVERHEIDSFINANCIËN BLIJFT VAN VITAAL BELANG

De pensioenhervormingen die in sommige landen worden uitgevoerd of overwogen, zullen de houdbaarheid van de overheidsfinanciën op de lange termijn verbeteren. De toenemende vergrijzing van de Europese bevolking zal echter verdere aanpassingen vergen (zie Kader 6). De begrotingsconsolidatie zou deel moeten uitmaken van een geloofwaardig pakket hervormingen op de middellange termijn. De combinatie van consolidatie en structurele hervormingen kan de negatieve korte-termijneffecten van begrotingsombuigingen op de vraag tegengaan door een verhoging van de geloofwaardigheid van de regeringen van het eurogebied, alsook door een versteviging van het vertrouwen van het publiek in hun vermogen om zich aan de overeengekomen regels te houden en te zorgen voor de houdbaarheid van de begroting op de lange termijn.

Structurele hervormingen aan de uitgavenzijde zijn bijzonder belangrijk. Teneinde de kwaliteit van de overheidsfinanciën te bevorderen, moet de prioriteit inzake uitgaven worden verlegd naar productieve bestedingen die de potentiële productiegroei in de hand werken. De vermindering van de totale uitgavenverplichtingen zal ruimte creëren voor een daling van de schuldenlast en zodrende bijdragen tot de economische groei.

HET BELANG VAN DIEPGAANDE HERVORMINGEN VOOR HOUBARE OVERHEIDSFINANCIËN

Om te zorgen voor de houdbaarheid van de begroting op de lange termijn, moeten de landen van het eurogebied belangrijke begrotingshervormingen en andere hervormingen uitvoeren.

Vergrijzing van de bevolking en houdbaarheid van de begroting

Een van de grootste gevaren die de houdbaarheid van de begrotingspositie in de economieën van het eurogebied bedreigt, is de vergrijzing van de bevolking. Eurostat verwacht dat de afhankelijkheidsratio voor ouderen, dat is de bevolking van 65 jaar en ouder in verhouding tot de bevolking tussen 15 en 64 jaar zal stijgen van ongeveer 25% in 2000 tot meer dan 50% in 2050. Die demografische verschuiving zal de overheidsfinanciën onder druk zetten door het opdrijven van de met de vergrijzing verband houdende kosten inzake door de overheid betaalde pensioenen en gezondheidszorg alsook langdurige zorg. Meestal zijn de door de overheid betaalde pensioenen in Europa gebaseerd op het principe van de omslagstelsels. Aangezien de huidige bijdragen de huidige uitgaven financieren, zal het stijgende aantal gepensioneerden die stelsels onder druk zetten. De uitgaven voor gezondheidszorg zullen stijgen, daar de vraag naar gezondheidszorg in de oudere leeftijdsgroep doorgaans toeneemt. De ervaring leert dat technische ontwikkelingen ook kunnen bijdragen tot een stijging van de uitgaven voor gezondheidszorg.

In een recente studie van de Werkgroep Vergrijzing van het Comité voor Economische Politiek in opdracht van de Ecofin-Raad,¹ wordt gesteld dat de stijging van de uitgaven voor de door de overheid betaalde pensioenen als gevolg van de vergrijzing in de meeste landen van het eurogebied in 2050 tussen 3 en 6 procentpunten bbp zal bedragen. Nog eens 2 tot 4 procentpunten bbp daar bovenop kunnen verband houden met de stijgende uitgaven voor gezondheidszorg en langdurige zorg.

De strategie van de EU om het probleem van de vergrijzing aan te pakken

In het licht van de noodzaak voor diepgaande hervormingen besloot de EU in 2001 een driesporenbeleid te voeren om de druk als gevolg van de vergrijzing van de bevolking aan te pakken. Die strategie werd voor het eerst vastgelegd in de globale richtsnoeren voor het economisch beleid van 2001 en schrijft het volgende voor: (i) maatregelen om de werkgelegenheidsgraad te verhogen, (ii) een snelle verlaging van de overheidsschuld en (iii) verdere hervormingen van pensioen- en gezondheidszorgstelsels, met inbegrip van een groter beroep op kapitaaldekking. Het in het Verdrag tot oprichting van de Economische Gemeenschap en het Stabiliteits- en Groeipact bepaalde begrotingskader van de EU pakt ook de begrotingsuitdagingen van de vergrijzing aan door te eisen dat de begrotingsposities op de middellange termijn vrijwel in evenwicht zijn of een overschot vertonen en door grenzen vast te stellen voor de tekort- en schuld niveaus.

Huidig beleid

Het huidige begrotingsbeleid in het eurogebied geeft een gemengd beeld te zien wat de maatregelen betreft om de houdbaarheid te vergroten. In de eerste plaats zullen de geplande maat-

¹ De studie is beschikbaar op de website van het Directoraat-Generaal Economische en Financiële Zaken van de Europese Commissie, www.europa.eu.int/comm/economy_finance/epc_en.htm.

regelen, hoewel de hervorming van de pensioen- en gezondheidszorg de juiste richting uitgaat, over het algemeen niet voldoende zijn om de houdbaarheid van die stelsels te vrijwaren; verdere wijzigingen zijn derhalve nodig. De meeste inspanningen inzake pensioenhervorming berusten op het verhogen van de effectieve pensioenleeftijd, b.v. door stimuli te creëren om te blijven werken en door het verlengen van de bijdrageperiodes voor het verwerven van volledige pensioenrechten. De inspanningen in de gezondheidszorg zijn doorgaans toegespitst op het beperken van de uitgavengroei op de korte termijn, b.v. door de patiënten meer bewust te maken van de kosten voor geneeskundige verzorging door hun eigen bijdragen te verhogen. Ten tweede zijn de huidige hoge begrotingstekorten grotendeels van structurele aard. Dit betekent dat de betrokken landen niet alleen moeten voldoen aan de begrotingsvereisten opgelegd door de verwachte demografische veranderingen, maar ook een ambitieus structureel consolidatiebeleid zullen moeten voeren om tot een gezonde begrotingspositie te komen.

2.5 DE MONDIALE MACRO-ECONOMISCHE OMGEVING, WISSELKOERSEN EN DE BETALINGSBALANS

WERELDWIJD ECONOMISCH HERSTEL WINT IN 2003 AAN KRACHT

Na een periode van onzekerheid in de eerste helft van 2003 – die vooral verband hield met geopolitieke spanningen, terroristische dreigingen, de SARS-epidemie en vrees voor deflatie – won het herstel van de wereldeconomie in de tweede helft van het jaar aan kracht. Eind 2003 was de opleving breder en sterker geworden, hoofdzakelijk als gevolg van de groeidynamiek in de Verenigde Staten en Azië. Terwijl de particuliere consumptie en een expansief economisch beleid de geleidelijke opleving van de mondiale economische activiteit ondersteunden, bleven in sommige geïndustrialiseerde landen met name de bedrijfsinvesteringen relatief matig als gevolg van overcapaciteit en de te hoge schuldenlast van de bedrijven. De inflatoire druk bleef relatief gering, gezien de forse productiviteitsgroei, vooral in de Verenigde Staten, en de aanhoudend aanzienlijke overcapaciteit. Het hele jaar 2003 door bleven de onevenwichtigheiden bestaan. Met name het tekort op de lopende rekening van de VS liep verder op, ondanks de forse depreciatie van de VS-dollar.

In de Verenigde Staten werd het herstel in 2003 breder en steeg de bbp-groei tot 3,1%, tegen 2,2% in 2002. Begin 2003 ondermijnde de grote geopolitieke onzekerheid in de aanloop

naar de oorlog in Irak het vertrouwen van beleggers en consumenten, en droeg daardoor bij tot een vertraging van het economische herstel in de VS. In het tweede kwartaal, toen die geopolitieke onzekerheid afnam, veerde de economische activiteit echter op. Daardoor trok de groei in de tweede helft van het jaar fors aan. De gezinsbestedingen bleven veerkrachtig en leverden een aanzienlijke bijdrage tot de bbp-groei. De reële particuliere consumptie steeg in 2003 met 3,1% en liet vooral tijdens de zomermaanden een aanzienlijke stijging optekenen. Een belangrijke factor die de gezinsbestedingen stuwde, was de impact van de belastingverlagingen die de groei van het beschikbare inkomen mede in stand hield (4,3% in 2003 in vergelijking met 5,2% het jaar voordien). De herfinanciering van hypotheeklen tijdens de eerste helft van het jaar betekende een verdere ondersteuning. Tot het derde kwartaal compenseerden al die factoren samen ruimschoots het negatieve effect van het geringe vertrouwen en de ongunstige werkgelegenheidssituatie op de gezinsbestedingen. Tegen de achtergrond van een stevige woningmarkt en de historisch lage hypotheekrente, veerden de reële investeringen in woongebouwen in 2003 fors op tot 5,2%.

Een belangrijke bron van zwakte gedurende een groot deel van 2003 was de erop achteruitgaande arbeidsmarkt, hoewel zich in het derde kwartaal een zekere verbetering van de arbeidsmarktsituatie aftekende. De werkgelegenheid in de particuliere sector daalde tijdens de eerste helft van 2003 aanzienlijk en herstelde zich

vervolgens licht. De werkloosheidsgraad begon in de zomer terug te lopen, na in juni een piek van 6,4% te hebben bereikt, en daalde in januari 2004 tot 5,6%, een verbetering die deels het gevolg is van een inkrimping van de beroepsbevolking.

Na gedurende twee jaar te zijn teruggelopen, namen de bedrijfsinvesteringen in 2003 met 4,3% toe. Na een eerste opleving in het tweede kwartaal, versnelde de groei van de bedrijfsinvesteringen gedurende de rest van het jaar en bereikte meer dan 10% op jaarbasis. Het herstel van de kapitaaluitgaven berustte op gunstige financieringsvoorwaarden, winststijgingen en stevige vraagvooruitzichten. Dit herstel was nog steeds broos, aangezien het vooral geconcentreerd was in hardware en software. Wat de handel betreft, overtrof de volumegroei van de invoer in 2003 die van de uitvoer, wat strookte met het feit dat de binnenlandse vraag in de Verenigde Staten forsere groeide dan bij de voornaamste handelspartners van dat land. Dienovereenkomstig groeide het tekort op de lopende rekening in 2003 tot meer dan 5% bbp, wat vooral onevenwichtigheden in de overheidssector weerspiegelde.

In 2003 steeg in de Verenigde Staten zowel de consumptieprijsinflatie als de producentenprijsinflatie. Gecorrigeerd voor de invloed van de energieprijzen bleef de inflatoire druk in de loop van het jaar over het algemeen echter gering, als gevolg van de lage bezettingsgraad en de sterke productiviteitsgroei. De inflatie, zoals gemeten aan de consumptieprijsindex en de producentenprijsindex, steeg in 2003 respectievelijk tot 2,3% en 3,2%, tegen 1,6% en -1,3% in 2002. De consumptieprijsinflatie, ongerekend voedingsmiddelen en energie, daalde van 2,4% in 2002 tot 1,4% in 2003, en de producentenprijsinflatie (ongerekend voedingsmiddelen en energie) bleef gematigd.

De rentetarieven bleven in 2003 op een historisch laag niveau. Het Federal Open Market Committee (FOMC) van het Federal Reserve System verlaagde in juni 2003 de doelstelling voor de fed-fundsrente met 25 basispunten tot

1%. Tot december luidde de verklaring van het FOMC dat, gezien de risico's van een ongewenste inflatiedaling, gedurende een "aanzienlijke periode" een verruimend beleid zou worden gevoerd. Tijdens de vergadering van januari 2004 werd die verklaring echter gewijzigd en werd aangegeven dat het Committee een voorzichtige houding zou aannemen ten aanzien van het opgeven van het verruimend beleid. Het begrotingsbeleid was in 2003 nog steeds uitgesproken expansief, aangezien het federaal begrotingstekort steeg van 1,5% bbp in het begrotingsjaar 2002 tot 3,5% bbp in het begrotingsjaar 2003. Dat was grotendeels het gevolg van discretionaire begrotingsmaatregelen en, in mindere mate, van de automatische reactie van de begroting op de conjunctuurcyclus.

In Japan groeide de reële economische activiteit gedurende heel 2003, ondersteund door de uitvoer en de particuliere investeringen. Nadat de exportgroei aanvankelijk enigszins was verzwakt, liep hij in de tweede helft van het jaar op. Met name de uitvoer naar Azië, met uitzondering van Japan, vertoonde een forse groei; China tekende in 2003 voor meer dan de helft van de totale toename van de uitvoer. Tegen de achtergrond van historisch lage voorraadniveaus, resulteerde de exportgroei in de tweede helft van het jaar in een opleving van de industriële productie, waarbij vooral sterke stijgingen in de exportgerichte algemene en elektrische machinebouw werden genoteerd. De particuliere investeringen met uitzondering van die in woongebouwen groeiden fors, geschraagd door een herstel van de bedrijfswinsten en een aantal structurele verbeteringen van de bedrijfsbalansen. De particuliere consumptie was relatief lusteloos vanwege de aanhoudend zwakke arbeidsmarkt en inkomenssituatie. Als gevolg van de gestage inspanningen om op de middellange termijn begrotingsconsolidatie te bereiken, daalden de overheidsuitgaven, wat forse verminderingen van de uitgaven voor overheidsinvesteringen weerspiegelde.

De deflatoire druk nam in 2003 enigszins af. De CPI daalde met gemiddeld 0,3%, tegen een vermindering met 0,9% in 2002. De Bank of Japan

verhoogde haar streeftarief voor het uitstaande saldo van de door haar aangehouden lopende rekeningen van JPY 15.000-20.000 miljard aan het begin van 2003 tot JPY 30.000-35.000 miljard in januari 2004. Bovendien besloot de Bank of Japan gedurende een beperkte periode effecten aan te kopen met activa als onderpand, een en ander ter bevordering van de soepele financiering van kleine en middelgrote bedrijven.

In 2003 deed Azië het, met uitzondering van Japan, economische zeer goed, waardoor het herstel van 2002 werd geconsolideerd. De regio bleek vrij goed bestand tegen negatieve schokken, inclusief de geopolitieke onzekerheden (namelijk de oorlog in Irak en de spanningen in Noord-Korea) en de SARS-epidemie. De forse productiegroei was het gevolg van de samenloop van verschillende factoren. In de eerste plaats trok de buitenlandse vraag profijt van een verbetering van de wereldeconomie en van de depreciatie van de effectieve wisselkoersen, zoals bleek uit de flinke groei van de exportactiviteit in vele landen van de regio. Ten tweede groeide de binnenlandse vraag – die in het tweede kwartaal duidelijk was vertraagd als gevolg van het uitbreken van de SARS-epidemie – nadien sterker dan aanvankelijk werd verwacht. Wat de afzonderlijke landen betreft, bleef China in 2003 veruit de snelst groeiende economie van de regio met een bbp-stijging van 9,1%.

In de tot de EU toetredende landen bleef de productiegroei in 2003 veerkrachtig, ondanks de zwakke externe omgeving. De reële bbp-groei berustte voornamelijk op de particuliere consumptie en de netto-uitvoer, terwijl de investeringen in een aantal landen ook tekenen van sterkte vertoonden. In verscheidene landen bleven de begrotingsposities verslechteren, wat een ernstige uitdaging betekende voor de houdbaarheid van de overheidsfinanciën. De gemiddelde HICP-inflatie in de toetredende landen als geheel bleef in de buurt van 2%, hoewel er van land tot land aanzienlijke verschillen optraden (voor meer details, zie Hoofdstuk 7).

In Latijns-Amerika waren er in 2003 tekenen van een algemene economische verbetering; Argentinië herstelde zich immers flink van de crisis van het voorgaande jaar. Wat de twee grootste landen van de regio betreft, slonk het bbp van Brazilië, terwijl Mexico een vrij trage productiegroei liet optekenen. De Braziliaanse economie vertoonde tijdens de laatste drie kwartalen van 2003 een negatieve groei op jaarbasis, voornamelijk als gevolg van een teruggang van de binnenlandse vraag in weerwil van een lichte daling van de financieringskosten. De belangrijkste rem op de Mexicaanse economie was de verwerkende industrie, waarvan de uitvoer achterbleef bij het herstel in de Verenigde Staten.

De prijzen van ruwe Brent-olie bedroegen in 2003 gemiddeld USD 28,9 per vat, dat was een stijging met 15,4% ten opzichte van het voorgaande jaar. De vermeerdering was het resultaat van verstoringen in het aanbod, een ingehouden vraag, lage voorraadniveaus en geopolitieke spanningen. Ook de grondstoffenprijzen met uitzondering van olie stegen in 2003 aanmerkelijk als gevolg van de opleving van de mondiale economische activiteit. Met name de vraag van China naar grondstoffen sorteerde een sterk effect op de grondstoffenmarkten.

STERKE APPRECIATIE VAN DE EURO IN 2003

In 2003 bleef de euro in waarde stijgen ten opzichte van de belangrijkste valuta's. De stijging was het meest uitgesproken tegenover de Amerikaanse dollar en verschillende Aziatische valuta's, wat hun formele of informele koppeling aan de Amerikaanse dollar weergaf. De euro steeg ook ten opzichte van de Japanse yen, het pond sterling en de Zwitserse frank, zij het in mindere mate, terwijl hij deprecieerde tegenover de Australische dollar.

In de eerste helft van 2003 vonden die ontwikkelingen plaats tegen de achtergrond van een relatief grote economische en geopolitieke onzekerheid. Aan de opwaartse druk op de euro kwam in de zomer tijdelijk een einde naar aanleiding van positief bijgestelde marktverwachtingen met betrekking tot het economische her-

stel in belangrijke partnerlanden. Naar het einde van 2003 toe steeg de euro opnieuw in waarde aangezien marktanalisten zich steeds meer zorgen begonnen te maken over wereldwijde externe onevenwichtigheden. Eind 2003 lag de nominale effectieve wisselkoers van de euro al met al bijna 11% hoger dan aan het begin van het jaar en nagenoeg 17% boven zijn gemiddelde peil van 2002.

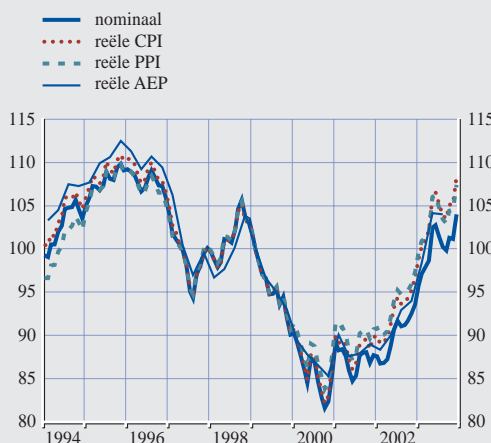
In de eerste twee maanden van 2004 is de effectieve wisselkoers van de euro niet verder in waarde gestegen. Het verloop van de wisselkoersen van de euro gedurende deze periode lijkt te zijn beïnvloed door een combinatie van factoren die in verschillende richtingen wijzen, inclusief marktreacties op het communiqué van de G-7 betreffende de wisselkoersbewegingen begin februari 2004. Op 27 februari 2004, de afsluitingsdatum voor dit Jaarverslag, was de nominale effectieve wisselkoers van de euro 3,8% in waarde gestegen ten opzichte van zijn gemiddelde peil over 2003.

De reële effectieve wisselkoersen van de euro, die rekening houden met de verschillen in prijzen en loonkosten tussen het eurogebied en zijn voornaamste handelspartners, zijn vrij dicht in de buurt van de nominale index gebleven en stegen in het vierde kwartaal van 2003 ietwat uit boven hun niveaus van het eerste kwartaal van 1999 (zie Grafiek 23).

In 2003 vermeerderde de euro fors in waarde ten opzichte van de Amerikaanse dollar, die onder een globale depreciatiedruk kwam te staan. In de eerste maanden van het jaar werd de Amerikaanse valuta blijkbaar gedrukt door de onzekerheid die werd veroorzaakt door de toenemende geopolitieke spanningen en de verwachte invloed daarvan op de wereldwijde economische vooruitzichten. Bovendien werden het herhaaldelijk publiceren van zwakkere dan verwachte economische gegevens voor de Verenigde Staten, het oplopende tekort op de lopende rekening en de verslechterende begrotingspositie door de marktdeelnemers opgevat als additionele factoren die de dollarkoers in de eerste helft van 2003 negatief beïnvloedden. In

Grafiek 23 Nominale en reële effectieve wisselkoersen van de euro¹⁾

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



Bron: ECB.

1) Een stijging van de index duidt op een appreciatie van de euro. Wat betreft de op de AEP gebaseerde reële EWK, heeft de meest recente informatie betrekking op het derde kwartaal van 2003; ze is deels gebaseerd op ramingen.

de zomermaanden stabiliseerde de Amerikaanse dollar zich naarmate de markt er betere groeivoorzichten voor de Amerikaanse economie op nahield. Tegen het einde van het jaar leek de in de markt levende bezorgdheid over de financiering van het tekort op de lopende rekening van de Verenigde Staten die positieve factoren echter te overschaduwden en oefende daardoor opnieuw neerwaartse druk uit op de Amerikaanse valuta. Op 30 december 2003 stond de euro op USD 1,25, wat ongeveer 19% hoger was dan aan het begin van het jaar en meer dan 32% boven zijn gemiddelde peil van 2002. Op 27 februari 2004 noteerde de euro USD 1,24, dat is 9,8% hoger dan het gemiddelde van 2003.

Ten opzichte van de Japanse yen vertoonde de euro tot september 2003 een soortgelijk verloop als tegenover de Amerikaanse dollar. De ontwikkelingen van de Japanse yen hielden blijkbaar vooral verband met indicaties van een verbetering van de economische activiteit in Japan, samen met de valutamarktinterventies door de Japanse autoriteiten in een poging om de yen ten opzichte van de dollar te stabilise-

ren. In de nasleep van de vergadering van de G-7 in Dubai, waar verklaard werd dat meer flexibele wisselkoersen wenselijk waren ter bevordering van vlotte en ruime aanpassingen in het op marktmechanismen gebaseerde financiële stelsel, kwam de yen tijdelijk onder een forse en globale appreciatiedruk. Eind 2003 noteerde de euro JPY 133,7, dat is 7,5% hoger dan aan het begin van het jaar en meer dan 13% boven het gemiddelde over 2002. Op 27 februari 2004 noteerde de euro JPY 135,6, dat is 3,6% boven zijn gemiddelde van 2003.

Wat de andere Europese valuta's betreft, vermeerderde de euro in waarde ten opzichte van het pond sterling, de Zwitserse frank en in grotere mate ten opzichte van de Noorse kroon, terwijl hij globaal ongewijzigd bleef ten opzichte van de Zweedse kroon en de Deense kroon. Deze laatste bleef binnen een zeer smalle band schommelen, dicht bij haar spilkoers in het exchange rate mechanism II (ERM II).

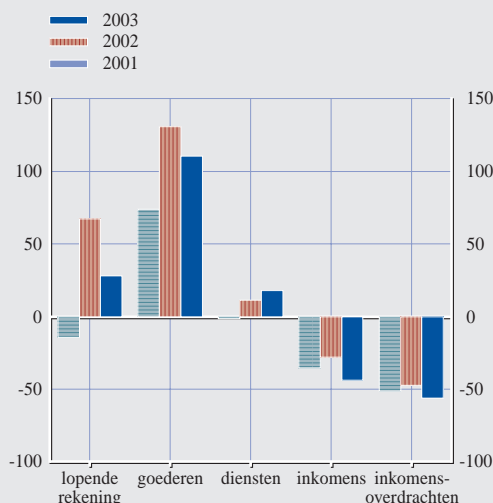
OVERSCHOT OP DE LOPENDE REKENING IN 2003 GEDAALD

In 2003 daalde het overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans van het eurogebied van € 67,1 miljard in 2002 (0,9% bbp) tot € 28,1 miljard (0,4% bbp). De vermindering was vooral het gevolg van een afname met € 20,6 miljard van het overschot op de goederenrekening en een toename met € 16,0 miljard van het tekort op de inkomensrekening, terwijl ook het tekort op de inkomensoverdrachtenrekening steeg. Die ontwikkelingen werden maar deels gecompenseerd door een geringe toename van het overschot op de dienstenrekening (zie Grafiek 24). Aangezien de goederenimport in 2003 grotendeels ongewijzigd bleef in vergelijking met een jaar eerder, was de vermindering van het overschot op de goederenrekening het gevolg van de daling van de waarde van de goederenexport van het eurogebied (met 2,2%) over dezelfde periode⁷.

De toename van het tekort op de inkomensrekening was vooral het gevolg van een vermindering van de ontvangsten. Ten grondslag daaraan lag grotendeels de appreciatie van de euro in

Grafiek 24 Saldo op de lopende rekening en componenten daarvan

(EUR miljard; seizoengezuiverd twaalf maands gecumuleerd)



Bron: ECB.

2003, aangezien de waarde van de ontvangsten in deviezen geringer is wanneer die wordt uitgedrukt in euro.

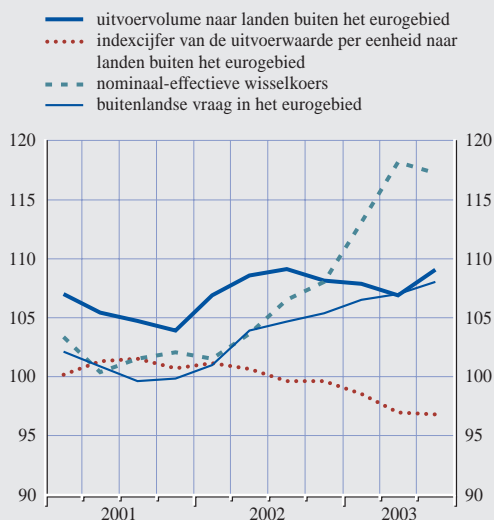
De uitsplitsing van de waarde van de goederenexport van het eurogebied in volumes en prijzen – gebaseerd op de statistieken van de buitenlandse handel tot het derde kwartaal van 2003 – verschaft een duidelijker inzicht in de ontwikkelingen inzake uitvoer. Een dergelijke uitsplitsing wijst erop dat de daling van de waarde van de uitvoer in de eerste drie kwartalen van 2003, ten opzichte van de gemiddelde niveaus voor 2002, het gevolg was van de verlaging van de uitvoerprijzen⁸. Exporteurs uit het eurogebied verlaagden hun prijzen in euro in een poging het verlies aan prijsconcurrentievermogen als gevolg van de appreciatie van de

⁷ De uitvoer en invoer verwijzen hier altijd naar de buitenlandse handel van het eurogebied.

⁸ De uitsplitsing van de handelstromen in volumes en prijzen is gebaseerd op de statistieken van de buitenlandse handel, waarbij de prijzen bij benadering worden weergegeven door eenheidswaarde-indices. Als gevolg van verschillen in definitie, dekking en rapportagetijd, zijn de handelsgegevens (zoals samengesteld door Eurostat) niet volledig vergelijkbaar met de categorie goederen in de door de ECB samengestelde betalingsbalansstatistieken.

Grafiek 25 Uitvoer naar landen buiten het eurogebied, buitenlandse vraag en de nominaal-effectieve wisselkoers

(index: 2000 = 100)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB gebaseerd op Eurostat-gegevens.
Toelichting: De meest recente informatie betreft het derde kwartaal van 2003.

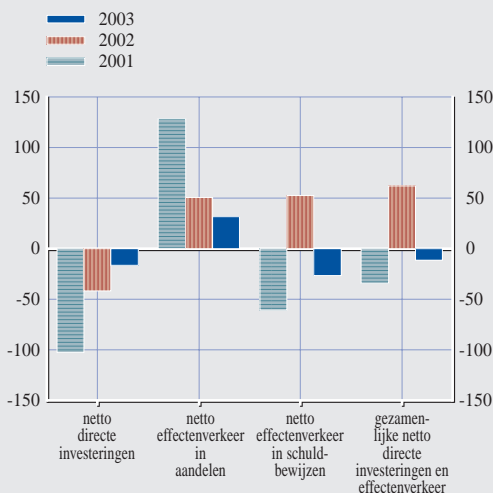
euro te compenseren (zie Grafiek 25). Intussen liepen de uitvoervolumes in de eerste helft van 2003 terug, waarna ze zich in het derde kwartaal herstelden. De achterblijvende buitenlandse vraag en de invloed van de appreciatie van de euro droegen bij tot de aanvankelijke daling van de uitvoervolumes van het eurogebied, terwijl het herstel van deze laatste blijkbaar voornamelijk toe te schrijven was aan de krachtige opleving van de buitenlandse vraag in het derde kwartaal van 2003. Alles samen lagen de uitvoervolumes in de eerste drie kwartalen van 2003 iets hoger dan gemiddeld in 2002, hoewel zij minder snel stegen dan de buitenlandse vraag, wat erop wees dat het marktaandeel van de uitvoer uit het eurogebied kleiner werd.

NETTO KAPITAALUITVOER UIT HOOFDE VAN DE DIRECTE INVESTERINGEN EN HET EFFECTENVERKEER IN 2003

In de financiële rekening vertoonden de directe investeringen en het effectenverkeer samen in 2003 een netto kapitaaluitvoer van € 9,3 miljard, tegen een netto-invoer van € 61,9 miljard

Grafiek 26 Financiële rekening

(EUR miljard)



Bron: ECB.

in 2002 (zie Grafiek 26). Die ontwikkeling weerspiegelde grotendeels een vermindering (met € 91,6 miljard) van de netto kapitaaluitvoer uit hoofde van het effectenverkeer, die slechts voor een deel werd geneutraliseerd door de teruglopende netto kapitaaluitvoer uit hoofde van de directe investeringen (met € 20,3 miljard) in diezelfde periode.

De ontwikkelingen in het netto effectenverkeer werden vooral beheerst door transacties in schuldbewijzen. Meer in het bijzonder werden de nettobeleggingen in schuldbewijzen, na in 2002 een netto-invoer van € 52,8 miljard te hebben laten optekenen, in 2003 negatief en vertoonden een netto-uitvoer van € 27,4 miljard (zie Grafiek 26). Dat weerspiegelde voornamelijk een aanzienlijke omslag bij de geldmarktinstrumenten van een netto kapitaaluitvoer, aangezien buitenlandse beleggers hun internationale portefeuille blijkbaar opnieuw begonnen te herschikken ten gunste van meer risicovolle activa, vooral in de tweede helft van 2003. De verbetering van de wereldwijde economische vooruit-

zichten gedurende die periode – zoals ook blijkt uit de solide resultaten van de mondiale aandelenmarkten – was wellicht de stuwende kracht achter deze ontwikkeling. Tegelijkertijd liep ook de netto kapitaalvoer in obligaties en notes in 2003 ietwat terug ten opzichte van een jaar eerder. Die teruggang was echter in hoge mate toe te schrijven aan desinvesteringen, door niet-ingezetenen, van in het eurogebied uitgegeven obligaties en notes, die in juli en augustus 2003 plaatsvonden in het licht van de verwachte kapitaalverliezen naar aanleiding van een stijging van het rendement op langlopende obligaties.

Zowel de directe investeringen als het effectenverkeer in aandelen in het eurogebied evolueerden in 2003 al met al naar een evenwichtige positie. Dat hield grotendeels verband met de economische en geopolitieke onzekerheid als gevolg van de oorlog in Irak en de SARS-epidemie, die in de eerste helft van het jaar een negatief effect sorteerde op de investeringsbeslissingen (zie Grafiek 26). Naarmate de onzekerheid afnam en de aandelenkoersen opveerden, ging de grensoverschrijdende activiteit in aandelenbeleggingen zich eerst stabiliseren; zij begon vervolgens gaandeweg toe te nemen. Ook begonnen de directe investeringen van het eurogebied in het buitenland in de tweede helft van 2003 geleidelijk op te leven in het licht van de verbeterde mondiale en binnenlandse economische vooruitzichten, terwijl de buitenlandse directe investeringen in het eurogebied gering bleven.

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

Het Eurosysteem en de NCB's van de EU-landen die geen deel uitmaken van het eurogebied, werken binnen de Algemene Raad van de ECB nauw samen. De regelmatige toetsing van de macro-economische situatie alsook van het monetaire en wisselkoersbeleid maakt integreerend deel uit van de coördinatie tussen het Eurosysteem en de drie NCB's die momenteel niet deelnemen aan het gemeenschappelijke monetaire beleid. Hoewel die NCB's hun monetaire beleid binnen een verschillend institutioneel en operationeel kader voeren, hebben ze alle als uiteindelijke monetaire-beleidsdoelstelling het handhaven van prijsstabiliteit.

DENEMARKEN

In 2003 vertraagde de Deense economie. De reële bbp-groei vertraagde tot 0,0%, tegen 1,0% in 2002 (zie Tabel 9). In de eerste helft van 2003 bleef de binnenlandse vraag, in het bijzonder de investeringen, gematigd. Gedurende de rest van het jaar trok de binnenlandse vraag echter weer aan, wat strookte met het stijgend consumenten-

en producentenvertrouwen. De opleving van de particuliere consumptie werd geschraagd door lage rentetarieven, de invoering van termijnloze hypotheke, een hoger reëel beschikbaar inkomen en een toename van de vermogenswaarde van de woningen. Als gevolg van de achterblijvende buitenlandse vraag liep de exportgroei in vergelijking met het voorgaande jaar terug. Dienovereenkomstig groeide de invoer in 2003 iets sneller dan de uitvoer. De werkloosheidsgraad steeg over dezelfde periode tot 5,6%.

De inflatie op jaarbasis daalde in 2003 tot 2,0% (zie Grafiek 27). Die ontwikkeling was vooral toe te schrijven aan verlagingen van indirecte belastingen (een vermindering van de accijnzen op alcohol, tabak en frisdranken) en lagere energieprijzen resulterend uit de depreciatie van de dollar. De daling van de inflatie werd ook ondersteund door prijsdalingen in het domein van de verzekeringen en de communicatie. De arbeidskosten per eenheid product namen in 2003 ietwat toe aangezien de loonstijgingen in Denemarken gepaard gingen met een iets lagere productiviteitsgroei.

Tabel 9 Macro-economische indicatoren voor Denemarken

(mutaties in procenten per jaar, tenzij anders aangegeven)									
	1999	2000	2001	2002	2003	2003 kw 1	2003 kw 2	2003 kw 3	2003 kw 4
Reële bbp	2,6	2,8	1,6	1,0	0,0	1,4	-1,2	-0,4	0,3
<i>Bijdrage tot de reële bbp-groei: ¹⁾</i>									
Reële binnenlandse vraag, met inbegrip van de voorraden	0,1	2,4	1,0	1,8	0,1	1,3	-1,5	-0,7	1,4
Netto-uitvoer	2,6	0,5	0,6	-0,8	-0,1	0,1	0,3	0,3	-1,1
HICP	2,1	2,7	2,3	2,4	2,0	2,8	2,2	1,6	1,3
Loonsom per werknemer	3,6	3,5	4,7	3,4	3,6	3,2	3,6	3,7	3,9
Arbeidskosten per eenheid product, gehele economie	2,4	1,4	3,7	2,0	2,2	0,5	3,0	2,7	2,7
Invoerdeflator (goederen en diensten)	-2,4	6,8	0,5	-3,2	-1,9	-2,9	-2,4	-1,2	-1,1
Lopende plus nieuwe kapitaalrekening (% bbp) ²⁾	1,8	1,5	3,1	2,6	2,8	2,3	2,8	4,5	1,7
Totale werkgelegenheid	1,2	0,5	0,4	-0,6	-1,4	-1,5	-1,8	-1,4	-0,8
Werkloosheidsgraad (% beroepsbevolking)	4,8	4,4	4,3	4,6	5,6	5,2	5,6	5,8	6,0
Begrotingssaldo (% bbp) ^{3),4)}	3,3	2,6	3,1	1,7	1,5	.	.	.	.
Geconsolideerde brutoschuld (% bbp) ³⁾	55,8	50,1	47,8	47,2	45,0	.	.	.	.
Driemaands rente (% per jaar) ⁵⁾	3,3	4,9	4,6	3,5	2,4	2,8	2,4	2,1	2,2
Rendement op tienjaars overheidsobligaties (% per jaar) ⁵⁾	4,9	5,6	5,1	5,1	4,3	4,3	4,1	4,3	4,5
Wisselkoers t.o.v. de euro ⁵⁾	7,44	7,45	7,45	7,43	7,43	7,43	7,42	7,43	7,44

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

1) Procentpunten.

2) De kwartaalgegevens zijn noch voor seizoenen, noch voor het aantal werkdagen gecorrigeerd.

3) Overeenkomstig de definitie van het verdrag van Maastricht.

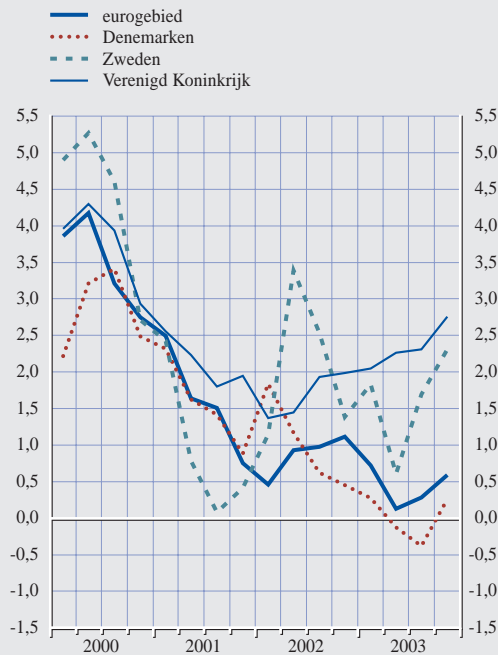
4) Overheidsurplus (+) / -deficit (-).

5) Gemiddelden per periode.

Grafiek 27 Economische en financiële indicatoren voor de EU-landen die geen deel uitmaken van het eurogebied en voor het eurogebied

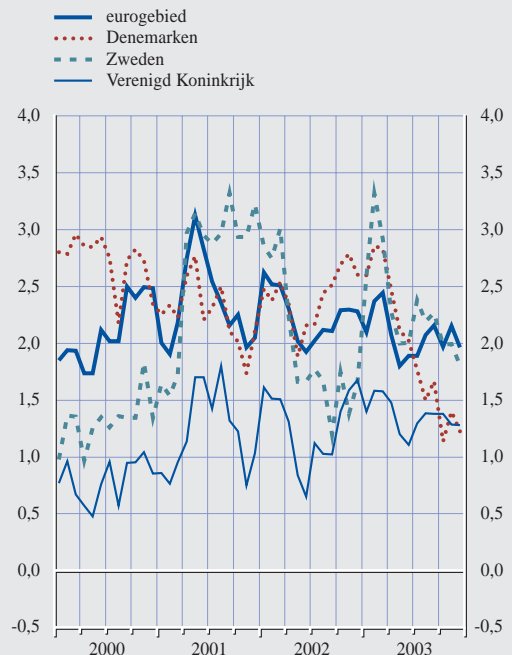
Reële bbp-groei

(mutaties in procenten per jaar)



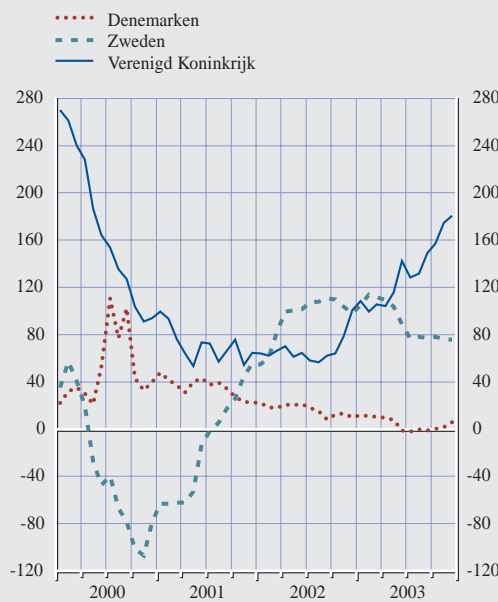
HICP-inflatie

(mutaties in procenten per jaar)



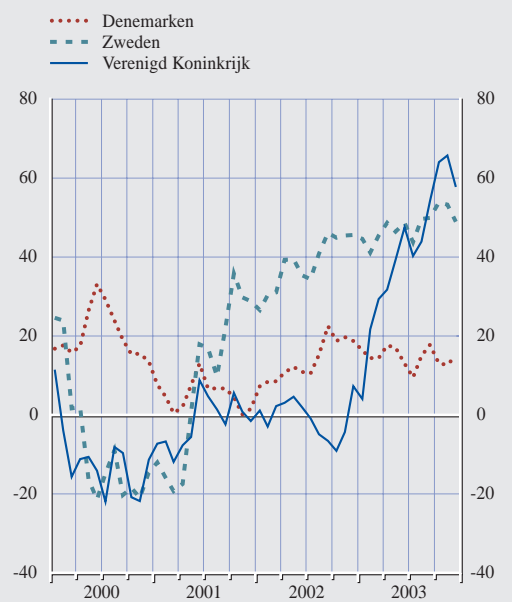
Ecart van de korte rente t.o.v. het eurogebied ¹⁾

(in basispunten)



Ecart van de lange rente t.o.v. het eurogebied ²⁾

(in basispunten)



Bronnen: ECB en Eurostat.

1) Voor de EU-landen die geen deel uitmaken van het eurogebied: driemaands interbancaire rente; voor het eurogebied: driemaands EURIBOR.

2) Rendement op lange-termijn overheidsobligaties: tienjaars obligaties of de dichtstbijliggende beschikbare obligatielooptijd.

Het gezamenlijke totale begrotingsoverschot liep terug van 1,7% bbp in 2002 tot 1,5% bbp in 2003. Dat was deels toe te schrijven aan lagere belastingontvangsten en hogere werkloosheidsuitkeringen aan de gezinnen als gevolg van de conjuncturele neergang. De overheidsschuld liep terug van 47,2% bbp tot 45,0%. Volgens het bijgewerkte convergentieprogramma zullen de overheidsfinanciën in Denemarken gezond blijven, waarbij het overschot op de overheidsbegroting naar verwachting zal uitkomen op respectievelijk 1,3% en 1,8% bbp in 2004 en 2005. Ten opzichte van de vorige bijwerking van het convergentieprogramma kan de daling van de verwachte overschotten vooral worden toegeschreven aan de invoering van verlagingen van de inkomstenbelasting conform het Belastingakkoord van 2003. De bruto schuldquote zal naar verwachting teruglopen tot 41,2% bbp in 2004 en tot 38,7% in 2005.

Denemarken is momenteel het enige land dat deelneemt aan ERM II. Het zet het vaste-wisselkoersbeleid ten opzichte van de euro voort, met behoud van een smalle band van $\pm 2,25\%$ ten opzichte van zijn ERM II-spilkoers van DKK 7,46038 tegenover de euro. Het verloop van de officiële rentetarieven en van de korte marktrente moet in de eerste plaats worden gezien tegen de achtergrond van de rentebeslissingen van de ECB en de wisselkoersbewegingen van de kroon tegenover de euro. De Deense kroon noteerde in 2003 steeds zeer dicht in de buurt van en net iets boven haar spilkoers in het ERM II. De deviezenreserves bereikten in juni 2003 een piek en lieten naar het einde van het jaar toe een lichte daling optekenen. De sterkte van de kroon was vooral het gevolg van een relatief lage inflatie en een aanzienlijk overschot op de betalingsbalans.

In 2003 verlaagde de Deense centrale bank drie maal haar beleningsrente, en bracht deze aldus op 2,15%, het peil van het einde van het jaar. In de loop van 2003, verkleinde het ecart ten opzichte van de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties van het Eurosysteem tot 15 basispunten, terwijl het verschil tussen de Deense korte marktrente en die

van het eurogebied vernauwde tot zowat 5 basispunten (zie Grafiek 27). Het rendement op Deense langlopende obligaties steeg, en schommelde rond gemiddeld 4,3%.

ZWEDEN

In Zweden vertraagde de reële bbp-groei in 2003 ietwat tot 1,6%, tegen 2,1% in 2002 (zie Tabel 10 en Grafiek 27). Aangezien het effect van de eerdere belastingverminderingen afvlakte en de onzekerheid groot bleef als gevolg van geopolitieke gebeurtenissen, bleef de groei van de particuliere consumptie en de investeringen in de eerste helft van 2003 gematigd. Bovendien oefende een staking in de overheidssector in het tweede kwartaal van het jaar een negatieve invloed uit op de reële bbp-groei. De particuliere consumptie trok in de tweede helft van 2003 weer aan, wat spoorde met het stijgend consumentenvertrouwen, terwijl de investeringen en de industriële productie gematigd bleven. De uitvoer bleef het hele jaar door relatief robuust en de netto-uitvoer leverde een bijdrage tot de reële bbp-groei, zij het in iets mindere mate dan het voorgaande jaar. De werkgelegenheid daalde licht in 2003, terwijl het totale aantal gewerkte uren, net als in 2002, fors terugliep. Een en ander leidde tot een relatief stevige groei van de arbeidsproductiviteit (vooral indien afgemeten aan de gewerkte uren) en, samen met een geringe loongroei, tot een gematigde ontwikkeling van de arbeidskosten per eenheid product. De werkloosheidsgraad steeg in de tweede helft van het jaar tot rond 6% van de beroepsbevolking.

De inflatie, zoals gemeten aan de hand van de HICP, de CPI en UND1X⁹, steeg begin 2003 tot boven 3% (zie Grafiek 27). Die stijging weerspiegelde verhogingen van de energieprijzen

9 UND1X wordt gedefinieerd als de CPI exclusief rentelasten en directe effecten van wijzigingen in de indirecte belastingen en subsidies. In Zweden is de totale CPI de doelvariabele van het monetaire beleid. Aangezien de inflatieprognoses tijdens de afgelopen jaren beïnvloed zijn door tijdelijke factoren, worden de monetaire-beleidsbeslissingen in de praktijk gebaseerd op een beoordeling van UND1X of, zoals het geval was in 2003, op UND1X ongerekend energie.

Tabel 10 Macro-economische indicatoren voor Zweden

(mutaties in procenten per jaar, tenzij anders aangegeven)

	1999	2000	2001	2002	2003	2003 kw 1	2003 kw 2	2003 kw 3	2003 kw 4
Reëel bbp	4,6	4,3	0,9	2,1	1,6	1,8	0,6	1,7	2,3
<i>Bijdrage tot de reële bbp-groei: ¹⁾</i>									
Reële binnenlandse vraag, met inbegrip van de voorraden	3,0	3,3	-0,2	0,7	0,7	2,1	0,3	-0,1	0,6
Netto-uitvoer	1,5	1,1	1,1	1,4	0,9	-0,3	0,3	1,8	1,7
HICP	0,6	1,3	2,7	2,0	2,3	2,9	2,1	2,3	1,9
Loonsom per werknemer	1,3	7,4	4,5	2,2	.	1,8	1,7	2,8	.
Arbeidskosten per eenheid product, gehele economie	-1,0	5,4	5,6	0,2	.	-0,4	1,3	0,9	.
Invoerdefflator (goederen en diensten)	1,1	4,9	4,1	0,0	-2,0	0,0	-2,5	-3,2	-2,5
Lopende plus nieuwe kapitaalrekening (% bbp) ²⁾	2,6	3,8	3,8	4,3	5,4	5,4	4,6	6,2	5,5
Totale werkgelegenheid	2,2	2,2	2,0	0,1	-0,2	-0,3	0,1	-0,3	-0,6
Werkloosheidsgraad (% beroepsbevolking)	6,7	5,6	4,9	4,9	5,6	5,3	5,5	5,6	6,0
Begrotingssaldo (% bbp) ^{3), 4)}	2,5	5,1	2,8	0,0	0,7	.	.	.	.
Geconsolideerde brutoschuld (% bbp) ³⁾	62,7	52,8	54,4	52,6	51,8	.	.	.	.
Driemaands rente (% per jaar) ⁵⁾	3,3	4,1	4,1	4,3	3,2	3,8	3,4	2,9	2,9
Rendement op tienjaars overheidsobligaties (% per jaar) ⁵⁾	5,0	5,4	5,1	5,3	4,6	4,6	4,4	4,6	4,9
Wisselkoers t.o.v. de euro ⁵⁾	8,81	8,45	9,25	9,16	9,12	9,18	9,14	9,17	9,01

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

1) Procentpunten.

2) De kwartaalgegevens zijn noch voor seizoenen, noch voor het aantal werkdagen gecorrigeerd.

3) Overeenkomstig de definitie van het verdrag van Maastricht.

4) Overheidsruis (+) / -deficit (-).

5) Gemiddelden per periode.

als gevolg van de geringe watervoorziening bij de productie van hydro-elektriciteit en olieprijsstijgingen. Aangezien die prijsverhogingen maar tijdelijk waren, nam de inflatie medio 2003 snel af tot om en nabij 2%. Terwijl de CPI daarna bleef dalen, bleven de HICP en de UNDI-X in de buurt van 2%. Dat was vooral het gevolg van dalende rentelasten, die opgenomen zijn in de CPI, maar niet in de HICP of in de UNDI-X. Gemiddeld beliep de jaar-op-jaar HICP-inflatie in 2003 2,3%, tegen 2,0% in 2002, terwijl de CPI met 2,1% in de hoogste ging, tegen 2,4% in 2002.

Het begrotingsoverschot van de overheid verbeterde van 0,0% bbp in 2002 tot 0,7% bbp in 2003. De schuldquote daalde ietwat van 52,6% in 2002 tot 51,8% in 2003. Volgens het bijgewerkte convergentieprogramma wordt verwacht dat de overheidsfinanciën in Zweden gezond zullen blijven. Het totale begrotingsoverschot zal in 2004 en 2005 wellicht uitkomen op respectievelijk 0,4% en 1,2% bbp. Die ontwikkeling wijst op een zekere afwijking van de Zweedse begrotingsregel om gedurende de con-

junctuurcyclus een overschot van zowat 2% te handhaven. De bruto schuldquote zal naar verwachting teruglopen tot 51,5% in 2004 en tot 50,0% in 2005.

De Zweedse centrale bank voert een flexibel wisselkoersbeleid. Haar monetaire-beleidsvoering berust op een expliciete inflatiedoelstelling, namelijk een jaarlijkse stijging van de CPI-index met 2%, met een tolerantie van ± 1 procentpunt. In 2003 verlaagde Sveriges Riksbank de repo-rente met in totaal 1 procentpunt tot 2,75%. Dat gebeurde tegen de achtergrond van het gevaar dat de inflatie onder de doelstelling van 2% zou uitkomen naar aanleiding van prognoses van een zwakkere buitenlandse vraag en een afnemend gebruik van binnenlandse middelen. Op 5 februari 2004 verlaagde Sveriges Riksbank de repo-rente opnieuw met 0,25 procentpunt in het licht van de verwachte lagere binnenlandse en internationale kostendruk. Het ecart tussen de korte marktrente in Zweden en die in het eurogebied bleef in de eerste helft van 2003 overwegend stabiel op zowat 100 basispunten, hoewel het in

de tweede helft van het jaar terugliep tot ongeveer 70 basispunten (zie Grafiek 27). De lange rente weerspiegelde de ontwikkelingen op de internationale obligatiemarkten en het rentever-schil ten opzichte van het eurogebied nam licht toe tot ongeveer 50 basispunten aan het einde van 2003. Tot september 2003 schommelde de kroon rond SEK 9,2 ten opzichte van de euro en versterkte dan tot zowat SEK 9 ten opzichte van de euro. Die ontwikkelingen waren mogelijk het gevolg van de afnemende onzekerheid na het resultaat van het referendum van 14 september over de invoering van de euro en van het feit dat de groeivoorzichten relatief gunstig bleven.

VERENIGD KONINKRIJK

In 2003 leefde de gemiddelde reële bbp-groei in het Verenigd Koninkrijk op tot 2,3%, tegen 1,7% in 2002 (zie Tabel 11). Aan het begin van 2003 werd de economie beïnvloed door onzekerheid met betrekking tot het conflict in het Midden-

Oosten, hoge olieprijsen en volatiliteit op de financiële markten, waardoor het vertrouwen werd ondermijnd. Later in 2003 nam die onzekerheid af en begonnen de financiële markten zich te herstellen, wat de economische opleving ondersteunde. Net als de voorgaande jaren was de binnenlandse vraag de motor achter de groei, terwijl de netto buitenlandse handel een negatieve bijdrage tot de reële bbp-groei leverde.

De groei van de reële gezinsconsumptie vertraagde in 2003 tot 2,9%, als gevolg van de geringere toenames van het reële beschikbare inkomen, gematigde verhogingen van de woningprijzen en tragere stijgingen van de vermogens van de gezinnen. Tegelijkertijd was de krediet-groei sterk en bleef de woningmarkt veerkrachtiger dan verwacht. De groei van de overheidsbestedingen versnelde van 3,3% in 2002 tot 3,6% in 2003. De bruto-investeringen in vaste activa stegen met 2,6%, iets meer dan in 2002. De bedrijfsinvesteringen werden getemperd door financiële herstructureringen in de bedrijfssector en door het feit dat er weinig indicaties waren

Tabel 11 Macro-economische indicatoren voor het Verenigd Koninkrijk

(mutaties in procenten per jaar, tenzij anders vermeld)

	1999	2000	2001	2002	2003	2003 kw 1	2003 kw 2	2003 kw 3	2003 kw 4
Reële bbp	2,8	3,8	2,1	1,7	2,3	2,0	2,3	2,3	2,8
<i>Bijdrage tot de reële bbp-groei: 1)</i>									
Reële binnenlandse vraag, met inbegrip van de voorraden	4,2	4,1	3,0	3,4	2,8	2,8	2,8	3,1	2,6
Netto-uitvoer	-1,4	-0,3	-0,9	-1,7	-0,5	-0,8	-0,5	-0,8	0,2
HICP	1,3	0,8	1,2	1,3	1,4	1,5	1,3	1,4	1,3
Loonsom per werknemer	4,6	5,8	5,0	3,3	.	3,3	4,3	4,7	.
Arbeidskosten per eenheid product, gehele economie	3,1	3,1	3,6	2,4	.	2,4	2,9	3,4	.
Invoerdeflator (goederen en diensten)	-1,2	3,1	0,1	-2,1	.	-1,2	-0,1	1,3	.
Lopende plus nieuwe kapitaalrekening (% bbp) ²⁾	-2,6	-2,4	-2,2	-1,6	.	-0,2	-3,5	-2,6	.
Totale werkgelegenheid	1,3	1,1	0,8	0,7	.	1,1	0,9	1,1	.
Werkloosheidsgraad (% beroepsbevolking)	5,9	5,4	5,0	5,1	.	5,0	5,0	4,9	.
Begrotingsaldo (% bbp) ^{3), 4)}	1,1	3,8	0,7	-1,6	-3,2	.	.	.	.
Geconsolideerde brutoschuld (% bbp) ³⁾	45,0	42,1	38,9	38,5	39,8	.	.	.	.
Driemaands rente (% per jaar) ⁵⁾	5,4	6,1	5,0	4,0	3,7	3,7	3,6	3,5	3,9
Rendement op tienjaars overheidsobligaties (% per jaar) ⁶⁾	5,0	5,3	5,0	4,9	4,6	4,3	4,4	4,6	5,0
Wisselkoers t.o.v. de euro ⁷⁾	0,66	0,61	0,62	0,63	0,69	0,67	0,70	0,70	0,70

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

1) Procentpunten.

2) De kwartaalgegevens zijn noch voor seizoenen, noch voor het aantal werkdagen gezuiverd.

3) Kalenderjaarramingen. Overeenkomstig de definitie van het verdrag van Maastricht.

4) Kalenderjaarramingen. Overheidsruis (+) / -deficit (-).

5) Gemiddelden per periode. Driemaands interbancaire deposito's in pond sterling.

6) Gemiddelden per periode. Bron: BIB.

7) Gemiddelden per periode.

dat de materiële bezetting onder druk stond. Ondanks de verbetering van het prijsconcurrentievermogen, had de in 2002 opgetekende daling van de uitvoer in 2003 voortgang, waarbij de uitvoer met 0,5% terugliep. Die achteruitgang ging gepaard met een zwakke buitenlandse vraag. Ondanks een vertraging van de invoergroei in 2003, leverde de buitenlandse handel voor het achtste jaar op rij een negatieve bijdrage tot de reële bbp-groei. De arbeidsmarkt bleef vrij veerkrachtig, waarbij de werkloosheid globaal onveranderd bleef op 5,0%. De totale werkgelegenheid bleef ongeveer even snel stijgen als in 2002, dankzij een forse groei van het aantal banen in de overheidssector.

De inflatiedruk bleef in 2003 gematigd. De HICP-inflatie, die in 2003 gemiddeld 1,4% bedroeg, bleef ten opzichte van het voorgaande jaar grotendeels stabiel. De RPIX-inflatie, die in 2003 gemiddeld 2,8% bedroeg, was aanzienlijk hoger dan de HICP-inflatie, deels als gevolg van het opnemen van de sterk stijgende woonkostencomponent in de RPIX¹⁰. Zowel de binnenlandse als de buitenlandse kostendruk bleef in 2003 gematigd. De groei op jaarbasis van de arbeidskosten per eenheid product in de economie als geheel lag iets hoger dan in het voorgaande jaar, hoewel hij gematigd bleef. De invoerprijzen stegen maar licht, ondanks de depreciatie van het pond in de eerste helft van het jaar.

Na in 2002 een tekort van 1,6% bbp te hebben laten optekenen, verslechterde het begrotingsaldo van de overheid verder en kwam in 2003 uit op 3,2% bbp. Die teruggang kan vooral worden toegeschreven aan de expansieve begrotingskoers die de weergave is van de hoge primaire uitgaven van de overheid en tegenvallende inkomsten in verband met veranderingen in de samenstelling van het bbp. Bijgevolg steeg de schuldquote van 38,5% in 2002 tot 39,8% in 2003. Het bijgewerkte convergentieprogramma mikt op begrotingstekorten van respectievelijk 3,3% en 2,6% bbp in 2003/2004 en 2004/2005. De bruto schuldquote zal naar verwachting stijgen van 39,3% bbp in 2003/2004 tot 40,2% in 2004/2005.

De Bank of England voert haar monetaire beleid in het kader van een vlottende wisselkoers en een expliciete en symmetrische inflatiedoelstelling. In juni 2003 kondigde de regering haar beslissing aan om een referendum over de invoering van de euro uit te stellen, gebaseerd op de beoordeling van de vijf economische criteria van het ministerie van Financiën, waarin werd geconcludeerd dat er nog steeds onvoldoende convergentie en flexibiliteit was om het hoofd te bieden aan mogelijke problemen binnen de EMU. Omdat de inflatieverwachtingen in overeenstemming zouden blijven met die van het eurogebied, heeft de Britse regering in december 2003 een nieuwe inflatiedoelstelling aangekondigd en die geherdefinieerd in termen van de HICP (in het Verenigd Koninkrijk CPI genoemd) in plaats van de eerder gebruikte nationale RPIX-index. De nieuwe inflatiedoelstelling wordt gedefinieerd als een twaalfmaands stijging van de HICP met 2%.

In 2003 wijzigde de Bank of England drie maal haar officiële repo-rente. Zowel op 6 februari als op 10 juli werd die rente met 0,25 procentpunt verlaagd tot 3,5%, terwijl zij op 6 november met hetzelfde percentage werd opgetrokken tot 3,75%. Op 5 februari 2004 werd de repo-rente met 0,25 procentpunt verhoogd tot 4%. De beslissingen om die rente te verhogen, werden genomen tegen de achtergrond van verbeterende economische vooruitzichten, een stevige kredietexpansie en een veerkrachtige woningmarkt. De Bank of England verwachtte dat die ontwikkelingen geleidelijk een opwaartse druk op de toekomstige inflatie zouden uitoefenen. Zowel het korte-renteverschil als het lange-renteverschil ten opzichte van het eurogebied steeg in de loop van 2003, als gevolg van de relatief snelle verbetering van de economische vooruitzichten en de stijgende inflatieverwachtingen (zie Grafiek 27). Na een depreciatie in de eerste helft van 2003, schommelde de wisselkoers van het pond sterling tot het einde van het jaar rond GBP 0,70.

¹⁰ De RPIX wordt gedefinieerd als de detailhandelsprijzenindex ongerekend de hypotheekbetalingen.

Kunstenaar

José María Sicilia

Titel

La luz que se apaga, 1997

Materiaal

Was, olieverf en papier
op hout

Afmetingen

185 × 157 cm



HOOFDSTUK 2

**CENTRALE-
BANKTRANSACTIES
EN -ACTIVITEITEN**

I MONETAIRE-BELEIDSTRANSACTIES, DEVIEZENTRANSACTIES EN INVESTERINGSACTIVITEITEN

1.1 MONETAIRE-BELEIDSTRANSACTIES

De uitvoering van het monetaire beleid van het eurogebied vormt één van de kerntaken van het Eurosysteem. Dit laatste heeft daartoe een operationeel kader van monetaire-beleidsinstrumenten en -procedures ter beschikking.¹

Op basis van een beoordeling van de liquiditeitsverhoudingen op de markt en van de behoeften van de bancaire sector, beheert de ECB de liquiditeits situatie in het eurogebied met behulp van haar basis-herfinancierings-transacties (BHT's), langerlopende herfinancieringstransacties (LHT's) en, indien nodig, van haar 'fine-tuning'-transacties. De tegenpartijen kunnen ook gebruik maken van de permanente faciliteiten (namelijk de marginale beleningsfaciliteit en de depositofaciliteit) om zeer kortlopende liquiditeiten te verkrijgen van, of girale deposito's te plaatsen bij de NCB's. Het Eurosysteem verplicht de kredietinstellingen om minimumreserves aan te houden op rekeningen bij de NCB's. Alle krediettransacties van het Eurosysteem moeten gedekt worden door toereikend onderpand dat wordt verschaft door de tegenpartijen. Gezien het belang van de geldmarkt voor de tenuitvoerlegging van het monetaire beleid, volgt het Eurosysteem de ontwikkelingen op deze markt nauwlettend.²

In 2003 is het operationele kader voor het monetaire beleid van het Eurosysteem naar behoren blijven werken, bood het stabiele geldmarktverhoudingen met een lage volatiliteit van de korte geldmarktrente en gaf het duidelijke signalen omtrent de monetaire-beleidskoers af.

BEOORDELING VAN DE LIQUIDITEITSVERHOUDINGEN

Het liquiditeitsbeheer van de ECB 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 toe te kennen liquiditeitsvolume te bepalen dat moet worden toegekend bij de wekelijkse BHT's, en eventueel via andere open-markttransacties zoals de 'fine-tuning'- en structurele 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 reserves) en de autonome factoren. Deze factoren hebben betrekking op een reeks posten op de balans van het Eurosysteem, die een weerslag hebben op de liquiditeitsbehoeften van de banken, maar die niet onder de rechtstreekse controle van het liquiditeitsbeheer van de ECB vallen (zoals de bankbiljettencirculatie, overheidsdeposito's en netto externe activa).

In 2003 bedroeg de dagelijkse liquiditeitsbehoefte van het bankwezen van het eurogebied gemiddeld €241,5 miljard, een toename met 24% in vergelijking met 2002. Gemiddeld beliepen de reserveverplichtingen €130,9 miljard, nagenoeg onveranderd ten opzichte van 2002. Het overschot aan reserves bedroeg €0,7 miljard, eveneens vergelijkbaar met 2002. De autonome factoren namen daarentegen gevoelig toe, en onttrokken liquiditeit voor een bedrag van €109,9 miljard, bijna twee keer zo veel als in 2002 (zie het bovenste gedeelte van Grafiek 28). Dit was het gevolg van een sterke stijging van de bankbiljettenomloop, die nog in hoge mate toe te schrijven was aan de inhaalbeweging die volgde op de tijdelijke daling in de overgangperiode naar de chartale euro.

Om de kredietinstellingen te helpen bij de voorbereiding van hun inschrijvingen op de BHT's, bleef de ECB op de dag van aankondiging van de wekelijkse BHT een prognose publiceren van de gemiddelde autonome factoren met betrekking tot de periode vanaf de dag van aankondiging tot de dag voorafgaand aan de verrekendingsdag van de eerstvolgende BHT. Het absolute verschil tussen de prognose en het effectieve resultaat bedroeg in 2003 gemiddeld

1 Voor een nadere omschrijving van het operationele kader wordt verwezen naar de ECB publicatie met als titel "The implementation of monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures", februari 2004.

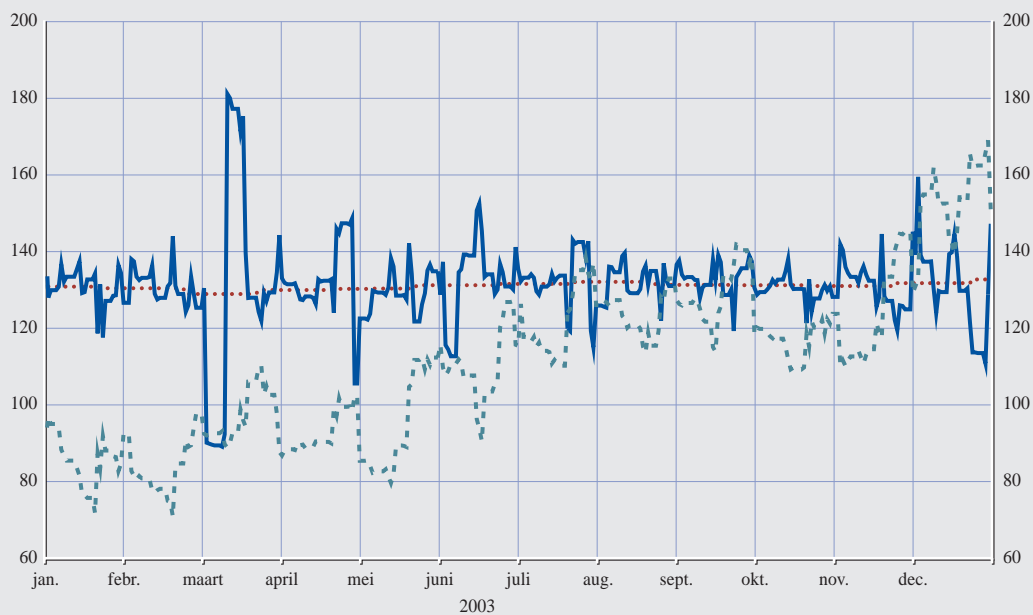
2 Money Market Study 2002, ECB, november 2003 en Money Market Study 2003, ECB, januari 2004.

Grafiek 28 Liquiditeitsfactoren en beroep op de permanente faciliteiten in het eurogebied in 2002

(EUR miljard)

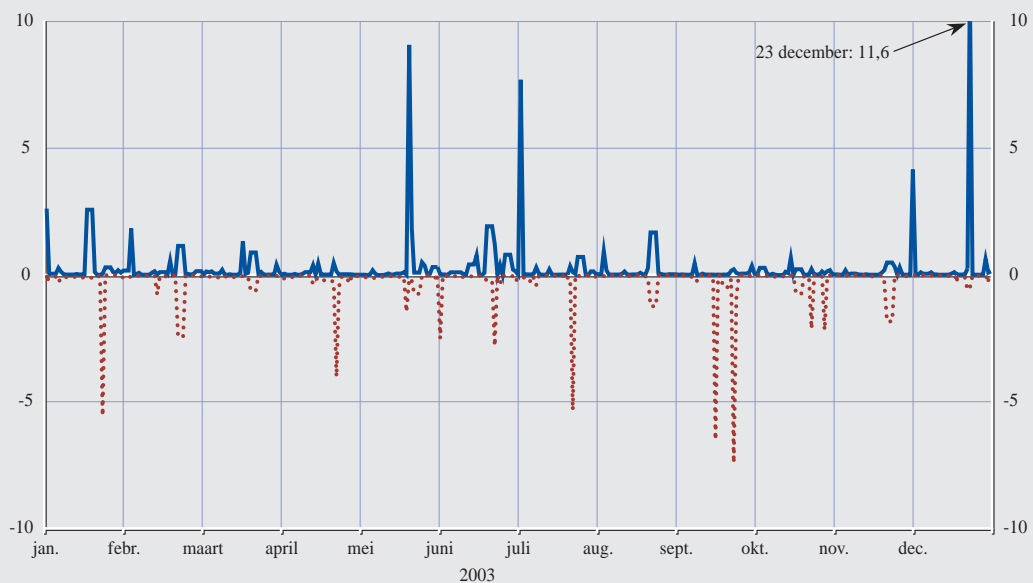
Liquideitsfactoren

- lopende rekeningen
- reserveverplichtingen
- - - autonome factoren



Permanente faciliteiten

- marginale beleningsfaciliteit
- depositofaciliteit



Bron: ECB.

€1,4 miljard, vergeleken met €1,8 miljard in 2002 en €1,9 miljard in 2001, een aanwijzing voor het feit dat de prognoses de laatste jaren zijn verbeterd.³

BASIS-HERFINANCIERINGSTRANSACTIES

De BHT's zijn de belangrijkste open-markt-transacties die door het Eurosysteem worden uitgevoerd. Het betreft reguliere liquiditeitsverschaffende transacties die wekelijks plaatsvinden en een normale looptijd van twee weken hebben (vanaf 9 maart 2004 hebben zij een looptijd van één week; zie het hoofdstuk hieronder over de herziening van het operationele kader). Ze vervullen een sleutelrol 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. Ze nemen tevens het grootste deel van de herfinanciering van het bankwezen voor hun rekening.

In 2003 varieerde het toewijzingsvolume bij de BHT's van €38,0 miljard tot €150,0 miljard, met een gemiddeld volume van €95,9 miljard. De uitstaande liquiditeit die door de BHT's werd verschaft, bedroeg gemiddeld €194,4 miljard, goed voor 81% van de totale nettoliquiditeit die door het Eurosysteem via open-markttransacties werd verstrekt. Zoals in 2002 werden de BHT's uitgevoerd als variabele-rentetenders met een minimale inschrijvingsrente volgens het veilingssysteem op basis van een meervoudige rentevoet. Volgens deze procedure worden de inschrijvingen met de hoogste rente het eerst gehonoreerd tot het vooraf aangekondigde toewijzingsbedrag is bereikt. De laagste rente waartegen liquiditeiten worden toegewezen, is de marginale rente. Inschrijvingen tegen de marginale rente worden pro rata toegewezen.⁴

Gewoonlijk zijn de marginale rente en de gewogen gemiddelde rente hoger dan de minimale inschrijvingsrente. Het gemiddelde ecart tussen de marginale rente en de minimale inschrijvingsrente bleef grotendeels ongewijzigd op 4,7 basispunten, in vergelijking met 4,8 basispunten in 2002. Het gemiddelde ecart tussen de

gewogen gemiddelde rente en de marginale rente beliep 1,5 basispunt, tegen 1,4 basispunt in 2002. Dergelijke geringe ecarts tonen aan dat de kredietinstellingen een hoge mate van homogeniteit en precisie vertonen inzake het voorstellen van zowel het toewijzingsresultaat als de inschrijvingsrente. Het percentage van gehonoreerde inschrijvingen in elke BHT varieerde van 36% tot 100%, met een gemiddelde van 74% over de verslagperiode, tegen een variatiemarge van 19% tot 100% en een gemiddelde van 60% in 2002.

Het operationele kader voor het monetaire beleid van het Eurosysteem maakte slechts enkele periodes van beperkte spanning door, die vooral optraden als gevolg van drie te lage inschrijvingen, waarbij het totale bedrag van de door de kredietinstellingen ingediende inschrijvingen beneden het vereiste bedrag bleef om op een vlotte manier te kunnen voldoen aan de reserveverplichtingen. Op 3 maart en 3 juni 2003 vonden te lage biedingen plaats kort vóór de vergaderingen van de Raad van Bestuur, waarbij de inschrijvers een beslissing verwachtten tot verlaging van de basisrentetarieven van de ECB. Deze ontoereikende inschrijvingen resulteerden in krappe liquiditeitsverhoudingen, die de korte marktrente tijdelijk opdreven. Daarentegen vonden de te lage inschrijvingen van 25 november niet plaats in een klimaat van verwachtingen ten aanzien van een rentedaling. De ontoereikendheid van die inschrijvingen verraste de inschrijvers zelf, zoals bleek uit het feit dat de gewogen gemiddelde rente 2,02% bedroeg, dat is twee basispunten hoger dan de marginale rente (die gelijk was aan de minimale inschrijvingsrente).

3 Van de autonome factoren vormden de bij de NCB's aangehouden overheidsdeposito's in 2003 de meest volatiele factor. De volatiliteit van deze deposito's, gemeten aan de hand van de standaardafwijking van de dagelijkse mutaties, beliep €4,2 miljard, tegen €3,9 miljard in 2002. De volatiliteit van de bankbiljettencirculatie bedroeg €1,3 miljard in 2003, tegen €6,7 miljard in 2002.

4 Het "pro rata"-systeem werkt als volgt: het totale bedrag dat tegen de marginale rentevoet wordt toegewezen, wordt gedeeld door het totale bedrag aan inschrijvingen tegen de marginale rente om het percentage gehonoreerde inschrijvingen te verkrijgen. Elk bedrag aan inschrijvingen tegen de marginale rente van elke afzonderlijke inschrijver wordt met dit percentage vermenigvuldigd om het toewijzingsbedrag te verkrijgen.

Als de ontoereikendheid van de inschrijvingen algemeen was verwacht door de markt, zouden de inschrijvingen zich hebben geconcentreerd op het niveau van de minimale inschrijvingsrente, en aldus hebben geresulteerd in een gewogen gemiddelde rente van 2,00%.

Tot slot werd tijdens de zomer een relatief hoog ecart vastgesteld tussen de EONIA (euro overnight index average) en de minimale inschrijvingsrente. Als reactie hierop besloot de ECB het bankwezen gedurende enige tijd iets meer liquiditeiten te verschaffen dan nodig, waardoor het ecart in de herfst weer daalde tot normale niveaus.

LANGERLOPENDE HERFINANCIERINGSTRANSACTIES

De LHT's zijn liquiditeitsverschaffende transacties met een maandelijks frequentie en een looptijd van normaliter drie maanden. Ze vormen voor de tegenpartijen een vorm van aanvullende langerlopende herfinanciering. In tegenstelling tot de BHT's, worden de LHT's niet uitgevoerd met de bedoeling de liquiditeitsverhoudingen te sturen of signalen af te geven omtrent de koers van het monetaire beleid. Het Eurosysteem fungeert als rentenemer van de door de markt gewenste rentevoet, aangezien de LHT's worden uitgevoerd als zuivere variabele-rentetenders met een vooraf aangekondigd toewijzingsvolume. Het Eurosysteem voerde in 2003 12 LHT's uit, telkens met een vooraf aangekondigd toewijzingsvolume van €15 miljard. In januari 2004 werd het volume opgevoerd tot €25 miljard. Gemiddeld over 2003 genomen, vertegenwoordigden de LHT's 19% van de totale nettoliquiditeit verschaft via open-markttransacties. Net als de afgelopen jaren was de spreiding van de inschrijvingen voor de LHT's enigszins hoger dan voor de BHT's. Gemiddeld over het jaar genomen, lag de gewogen gemiddelde rente 1,7 basispunt hoger dan de marginale rente, tegen 1,9 basispunt in 2002. Het percentage gehonoreerde tenders in elke LHT varieerde in 2003 van 42% tot 60%, met een gemiddelde van 51%, tegen een variatiemarge van 36% tot 72%, met een gemiddelde van 50% in 2002.

ANDERE TRANSACTIES

Op 23 mei 2003 verrichtte het Eurosysteem een liquiditeitsverkrappende 'fine-tuning'-transactie om het evenwicht in de liquiditeitsverhoudingen te herstellen. Het ruime beroep op de marginale beleningsfaciliteit tijdens de twee voorgaande dagen had geleid tot ruimere voorwaarden op de laatste dag van de aanhoudingsperiode, en tot een daling van de daggeldrente. De 'fine-tuning'-transactie werd uitgevoerd als een geheel van termijndeposito's met een vaste rente van 2,50% (dat wil zeggen de minimale inschrijvingsrente voor de BHT's op dat ogenblik), een looptijd van één dag en een vooraf aangekondigd voorgenomen toewijzingsbedrag van €5 miljard. Van de meer dan 100 toegestane tegenpartijen namen er 12 deel, en de inschrijvingen waren goed voor een bedrag van €3,9 miljard, dat volledig werd toegezegd. De reserve-aanhoudingsperiode eindigde vlot met een gering nettoberoep van €0,6 miljard op de depositofaciliteit.

PERMANENTE FACILITEITEN

De twee permanente faciliteiten die door het Eurosysteem worden aangeboden, namelijk de marginale beleningsfaciliteit en de depositofaciliteit, zijn erop gericht zeer kortlopende liquiditeiten te verschaffen en te onttrekken, signalen af te geven omtrent de algemene monetaire-beleidskoers, en de zeer korte marktrente af te bakenen door een boven- en ondergrens voor die rente aan te geven. In 2003 bleef de bandbreedte voor de door de twee permanente faciliteiten bepaalde rente onveranderd op 200 basispunten, gecentreerd rond de minimale inschrijvingsrente van de BHT's.

Doorgaans zijn er twee redenen waarom de kredietinstellingen een beroep doen op de permanente faciliteiten:

- Er kan een beroep op de permanente faciliteiten ontstaan wanneer geaggregeerde evenwichtsverstoringen in de liquiditeitsverhoudingen optreden, dat wil zeggen als het bankwezen in zijn geheel een liquiditeitstekort of -overschot heeft ten opzichte van de geaggregeerde reserveverplichtin-

gen. Een geaggregeerd beroep vindt normaliter slechts plaats tegen het einde van de aanhoudingsperiode, wanneer het bankwezen door middel van een beroep op de permanente faciliteiten zijn positie moet vereffenen ten aanzien van eventuele geaccumuleerde globale evenwichtsverstoringen in de liquiditeitsverhoudingen. De hogere pieken in het beroep op de permanente faciliteiten in de loop van 2003, die blijken uit het onderste gedeelte van Grafiek 28, weerspiegelen grotendeels de compensatie van dergelijke geaggregeerde evenwichtsverstoringen.

- Onverwachte betalingsstromen tussen individuele banken tegen het einde van de dag kunnen, wanneer de geldmarkt niet langer liquide is, leiden tot een individueel beroep op de permanente faciliteiten. Het individuele beroep is doorgaans vrij gelijkmatig verspreid over de aanhoudingsperiode. Het individuele beroep kan belangrijke proporties aannemen op de dagen dat bepaalde componenten van het betalingssysteem het laten afweten, zoals op 3 juli 2003, toen het beroep op de marginale beleningsfaciliteit opliep tot €7,7 miljard.

In 2003 beliep het totale dagelijkse beroep op de marginale beleningsfaciliteit gemiddeld €269 miljoen, terwijl het totale dagelijkse beroep op de depositofaciliteit gemiddeld €242 miljoen bedroeg. Uitgaande van de veronderstelling dat het geaggregeerde beroep plaatsvindt op de laatste dag van de aanhoudingsperiode, terwijl het individuele beroep plaatsvindt tijdens de rest van de periode, kan men deze bedragen onderverdelen in €49 miljoen geaggregeerd beroep en €221 miljoen individueel beroep voor de marginale beleningsfaciliteit, en €107 miljoen geaggregeerd beroep en €135 miljoen individueel beroep voor de depositofaciliteit.

Het totale beroep op de permanente faciliteiten handhaafde zich in 2003 op het lage peil van het jaar voordien, wat wijst op de degelijkheid van de voorspellingen inzake autonome facto-

ren en op de grote efficiëntie van de interbancaire markt.

DEELNAME VAN DE KREDIETINSTELLINGEN AAN DE MONETAIRE-BELEIDSTRANSACTIES

Het monetaire-beleidskader van het Eurosysteem bleef een brede waaier van kredietinstellingen in staat stellen deel te nemen aan de monetaire-beleidstransacties. Van de 6.593 kredietinstellingen van het eurogebied die eind 2003 onderworpen waren aan de minimumreserves (een verschil van -5% in vergelijking met het jaar voordien), kwamen er 2.149 (-7%) in aanmerking om deel te nemen aan de openmarkttransacties, 3.083 (-5%) om gebruik te maken van de depositofaciliteit, en 2.629 (-8%) om een beroep te doen op de marginale beleningsfaciliteit.

In 2003 zette het gemiddelde aantal kredietinstellingen dat aan de BHT's en LHT's deelnam, de medio 2000 ingezette neerwaartse trend voort. In 2003 beliep het gemiddelde aantal inschrijvers op de BHT's 267, tegen 307 in 2002. Evenzo liep het aantal banken dat aan de LHT's deelnam, terug van 186 in 2002 tot 133 in 2003. Deze trend lijkt het resultaat te zijn van een combinatie van factoren, zoals de scherpe concurrentie op de interbancaire markt, de consolidatie binnen het bankwezen en de centralisatie van het middelenbeheer binnen bankconcerns. Niets lijkt erop te wijzen dat deze gestage afname van de deelname aan BHT's en LHT's een bedreiging heeft gevormd voor de vlotte toewijzing van de centrale-bankliquiditeit binnen het bankwezen van het eurogebied. Het Eurosysteem had voor haar openmarkttransacties nog steeds meer tegenpartijen dan om het even welke centrale bank ter wereld.

STELSEL VAN RESERVEVERPLICHTINGEN

Het stelsel van reserveverplichtingen van het Eurosysteem is van toepassing op de kredietinstellingen in het eurogebied, en streeft voornamelijk naar het stabiliseren van de geldmarkrente en naar het instellen (of verruimen) van een structureel liquiditeitstekort. De reserveverplichting van elke instelling wordt gerelateerd aan de elementen van haar balans. De

middelingsvoorziening, die de kredietinstellingen in staat stelt hun reserveverplichtingen gemiddeld genomen over de reserve-aanhoudingsperiode van één maand na te komen⁵, vangt mede de weerslag van tijdelijke liquiditeitsschokken op de korte rentetarieven op.

In 2003 vertegenwoordigden de reserveverplichtingen 54% van de totale liquiditeitsbehoefte van het bankwezen van het eurogebied. Het gemiddelde niveau van de totale reserveverplichtingen die door de kredietinstellingen van het eurogebied werden aangehouden, bedroeg in 2003 €130,9 miljard, een geringe stijging met circa €1 miljard ten opzichte van 2002. De reserveverplichtingen varieerden van €128,9 miljard in de aanhoudingsperiode eindigend op 23 maart 2003 tot €132,1 miljard in de aanhoudingsperiode eindigend op 23 augustus 2003.

De rekening-couranttegoeden van de banken ter dekking van de reserveverplichtingen varieerden in de loop van het jaar van €89,1 miljard tot €181,2 miljard, een aanwijzing voor het feit dat er steeds een aanzienlijke extra buffer beschikbaar was om onverwachte afvloeiingen van geaggregeerde liquiditeiten op te vangen (zie het bovenste gedeelte van Grafiek 28). Vooral dankzij de middelingsvoorziening van het stelsel van reserveverplichtingen, en rekening houdend met de lage frequentie van de open-markttransacties, is de volatiliteit van de EONIA in 2003 naar internationale maatstaven laag gebleven. De standaardafwijking van de dagelijkse mutaties van de EONIA bedroeg 14 basispunten, 2 basispunten hoger dan in 2002.

Gedurende 2003 zijn gemiddeld 19 gevallen van niet-nakoming van de reserveverplichtingen per reserve-aanhoudingsperiode gemeld, tegen 28 in 2002. Het gemiddelde dagelijkse tekort beliep €6,7 miljoen, vergeleken met €10,5 miljoen in 2002. In 58% van de gevallen werden relatief lage sancties van minder dan €500 opgelegd. Er waren echter ook zeven zeer ernstige overtredingen, die leidden tot boetes van meer dan €10.000.

HERZIENING VAN HET OPERATIONELE KADER

Als reactie op een aantal occasionele verstoringen tijdens de afgelopen jaren besloot de Raad van Bestuur in januari 2003 veranderingen aan te brengen aan enkele kenmerken van het operationele kader van het Eurosysteem, die van kracht werden vanaf maart 2004:

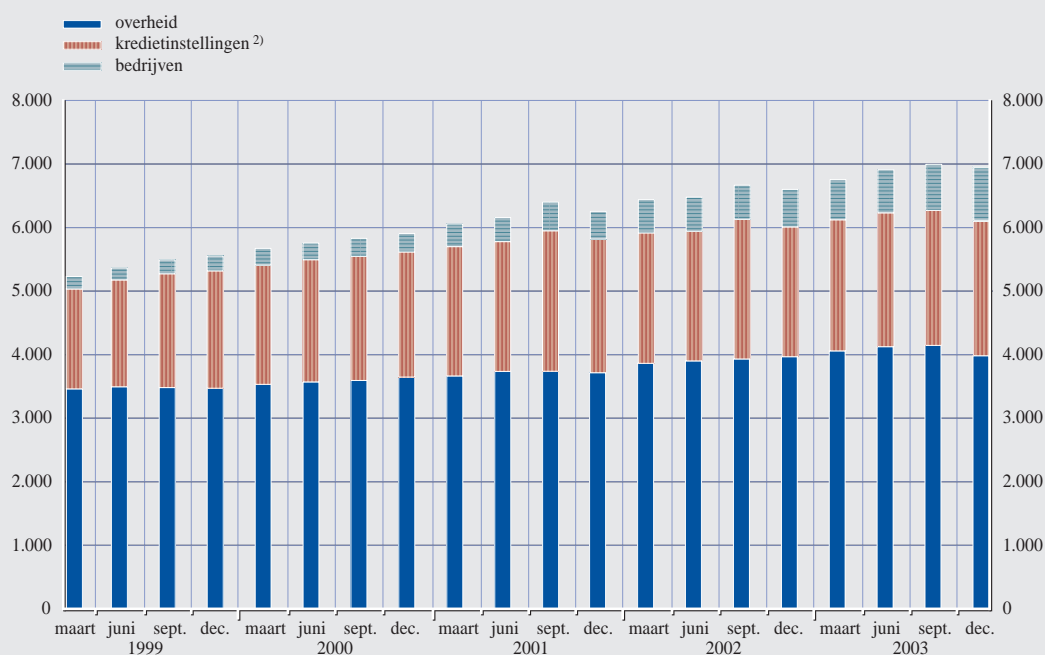
- een wijziging van het aanvangstijdstip van de reserve-aanhoudingsperiode, in die zin dat zij steeds start op de afwikkelingsdag van de BHT volgend op de vergadering van de Raad van Bestuur waarop de maandelijkse beoordeling van de monetaire-beleidskoers is gepland. Daarnaast valt een renteverandering voor de permanente faciliteiten doorgaans samen met de aanvang van de nieuwe reserve-aanhoudingsperiode;
- een inkorting van de looptijd van de BHT's van twee weken naar één week.

De combinatie van de twee maatregelen draagt bij tot het wegnemen van de marktverwachtingen omtrent renteveranderingen tijdens een gegeven aanhoudingsperiode, aangezien veranderingen in de basisrentetarieven van de ECB over het algemeen slechts van toepassing zullen zijn op de volgende reserve-aanhoudingsperiode en de liquiditeitsverhoudingen niet langer twee reserve-aanhoudingsperiodes zullen overspannen. Bijgevolg zou de daggeldrente binnen een aanhoudingsperiode niet langer worden beïnvloed door verwachtingen omtrent rentewijzigingen. Gezien het doorgaans neutrale liquiditeitsbeheer van de ECB, zou de daggeldrente daardoor dicht in de buurt van de minimale inschrijvingsrente moeten blijven. Hierdoor zou uiteindelijk moeten worden voorkomen dat speculatieve overwegingen de inschrijvingen van de kredietinstellingen op de BHT's verstoren. Deze maatregelen zullen aldus bijdragen tot de stabilisatie van de voorwaarden waarin de inschrijvingen plaatsvinden.

5 Vanaf 10 maart 2004 duurt een reserve-aanhoudingsperiode niet langer één kalendermaand, maar varieert ze in lengte.

Grafiek 29 Activa op de eerste lijst die gebruikt kunnen worden voor de krediettransacties van het Eurosysteem¹⁾

(maandultimocijfers; EUR miljard)



Bron: ECB.

1) Effecten uitgegeven door internationale en supranationale instellingen zijn niet inbegrepen.

2) Deze categorie omvat effecten van het Pfandbrief-type en ongedekte obligaties uitgegeven, door kredietinstellingen.

Vanwege de technische en juridische aanpassingstijd werd beslist dat de wijzigingen niet van kracht zouden worden vóór 10 maart 2004.⁶ Om de kredietinstellingen te helpen de wijzigingen in het operationele kader van het monetaire beleid probleemloos te implementeren, werd overeenstemming bereikt over een verlenging van de overgangsaanhoudingsperiode voor minimumreserves (van 24 januari tot 9 maart 2004).

BELEENBARE ACTIVA TEN BEHOEVE VAN DE MONETAIRE-BELEIDSTRANSACTIES

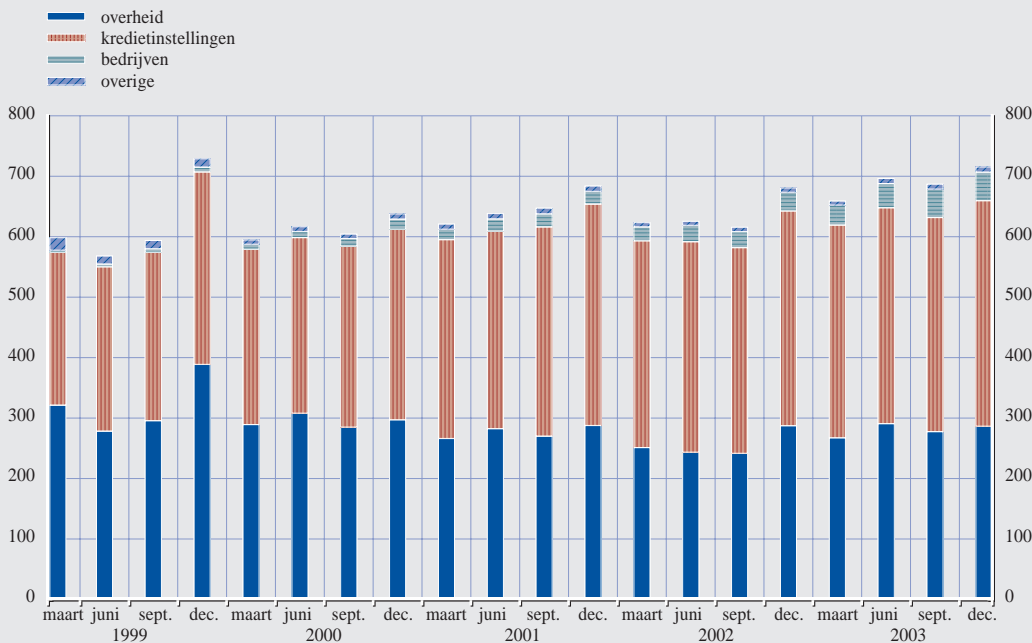
In de Statuten van het ESCB is bepaald dat alle krediettransacties van het Eurosysteem worden gedekt door toereikend onderpand. Het onderpandkader van het Eurosysteem is opgezet om te vermijden dat het Eurosysteem verliezen zou lijden in zijn monetaire-beleidstransacties en betalingssysteemtransacties (zie Kader 7). Het waarborgt de gelijke behandeling van de tegenpartijen en verhoogt de operationele doelmatigheid.

Om rekening te houden met de bestaande verschillen tussen de eurolanden inzake financiële structuur, omvatten de activa die als onderpand kunnen dienen voor de krediettransacties van het Eurosysteem een groot aantal verschillende instrumenten. Er wordt een onderscheid gemaakt tussen twee categorieën van beleenbare activa voor deze krediettransacties: “activa op lijst één” en “activa op lijst twee”. Dit onderscheid staat los van hun beleenbaarheid voor de diverse soorten monetaire-beleidstransacties van het Eurosysteem, behalve dat het Eurosysteem de activa op de tweede lijst normaliter niet gebruikt bij rechtstreekse aan- en verkopen van waardepapieren (momenteel niet

⁶ Een nieuwe Richtlijn (ECB/2003/9) inzake de toepassing van minimumreserves werd goedgekeurd op 12 september 2003 (PB L 250, 2.10.2003, blz. 10). Een herziene versie van het document met als titel “Het gemeenschappelijke monetaire beleid in het eurogebied: Algemene documentatie met betrekking tot de monetaire-beleidsinstrumenten en -procedures van het Eurosysteem” (zie voetnoot 1) is van toepassing vanaf 8 maart 2004.

Grafiek 30 Gebruik van onderpand bij de krediettransacties van het Eurosysteem

(maandultimogegevens; EUR miljard)



Bron: ECB.

verricht). Lijst één bestaat uit verhandelbare schuldbewijzen die voldoen aan de uniforme, door het ECB omschreven beleenbaarheidscriteria. Lijst twee bestaat uit activa die bijzonder belangrijk zijn voor de nationale financiële markten en bancaire systemen, en waarvoor de beleenbaarheidscriteria door de NCB's zijn vastgesteld, onder voorbehoud van de door de ECB vastgestelde minimale beleenbaarheidscriteria. De activa van de tweede lijst kunnen verhandelbare of niet-verhandelbare schuldbewijzen zijn, of aandelen.

Een aanzienlijk deel van de activa op lijst één bestaat uit overheidsobligaties (activa uitgegeven door de centrale, regionale en lokale overheden) en uit waardepapieren van het Pfandbrief-type die worden uitgegeven door de kredietinstellingen en die woninghypotheken of overheidsschuld als onderpand hebben. Eind 2003 vertegenwoordigden de overheidseffecten en de effecten van het Pfandbrief-type respec-

tievelijk 57% en 31% van het totaal van de activa op lijst één. De andere types van activa op lijst één zijn effecten van de particuliere sector (d.w.z. ongedekte obligaties uitgegeven door kredietinstellingen, bedrijfsobligaties en waardepapieren met activa als onderpand behalve effecten van het Pfandbrief-type) en effecten uitgegeven door internationale en supranationale instellingen (die eind 2003 minder dan 2% voor hun rekening namen). Met name de waarde van de door bedrijven uitgegeven beleenbare obligaties volgde in 2003 een onafgebroken opwaartse trend.

Lijst twee bestaat uit verhandelbare activa en niet-verhandelbare schuldbewijzen zoals bankleningen, handelswissels en hypothecaire promesses die door sommige NCB's in die categorie worden ondergebracht.

De totale waarde van de activa op lijst één die kunnen dienen als onderpand voor de krediet-

RISICOBEEHER INZAKE KREDIETVERLENING IN MONETAIRE-BELEIDSTRANSACTIES EN BETALINGSSYSTEEMTRANSACTIES

Bij beleidstransacties (d.w.z. monetaire-beleidstransacties of kredietverlening in het kader van het betalingsverkeer), loopt het Eurosysteem – wanneer het een transactie aangaat met een tegenpartij – het risico dat die tegenpartij zijn kredietverplichtingen niet kan nakomen. Dit kredietrisico wordt beperkt door de vereiste dat de tegenpartij adequaat onderpand moet verstrekken om het verschaft krediet te waarborgen.

Het kader voor het beheersen van de risico's die verbonden zijn aan de beleidstransacties van het Eurosysteem, heeft drie hoofdcomponenten, namelijk de risicobeheersing van onderpand, de waarderinggrondslagen en de kredietrisicobeoordeling van onderpand.

In het kader van de risicobeheersing inzake onderpand, werd in 2003 een nieuw surpluspercentageschema voltooid. Dat schema is erop gericht een duidelijker onderscheid te maken tussen de onderpandstypes aan de hand van hun perceptie omtrent de kenmerken van het liquiditeitsrisico. De classificatie van onderpand in liquiditeitsgroepen is gebaseerd op de analyse van de diverse liquiditeitsindicatoren, waaronder de verschillen in rendementscurve tussen obligaties uitgegeven door emissiegroepen van dezelfde kredietkwaliteit, het effectieve aanbod en de gemiddelde uitgifteomvang, evenals het type van ecart tussen de bied-/laattarieven van de indicatoren. De classificatie van emissiesegmenten in groepen van wisselende liquiditeitsniveaus stemt dan overeen met het niveau van de risicobeheersingsmaatregelen of surpluspercentages.

De nieuwe risicobeheersingsmaatregelen van lijst één zijn vanaf maart 2004 van toepassing. De belangrijkste aanpassingen zijn de volgende:

- De activa op lijst één worden onderverdeeld in vier liquiditeitscategorieën, en aan elke categorie wordt een specifiek surpluspercentageschema toegewezen:

Categorie I	Categorie II	Categorie III	Categorie IV
Schuldbewijzen van de centrale overheid	Schuldbewijzen van de lokale en regionale overheden	Traditionele schuldbewijzen van het Pfandbrief-type	Waardepapieren met activa als onderpand
Door de centrale banken uitgegeven schuldbewijzen	Schuldbewijzen van het Jumbo Pfandbrief-type	Schuldbewijzen van kredietinstellingen	
	Schuldbewijzen van agentschappen	Schuldbewijzen uitgegeven door bedrijfs- en andere emittenten	
	Supranationale schuldbewijzen		

- De looptijdsectoren van de surpluspercentageschema's werden zodanig gekozen dat een gelijkmatige verdeling van de uitstaande volumes tussen de sectoren wordt bereikt. De nieuwe looptijdsectoren bedragen 0-1 jaar, 1-3 jaar, 3-5 jaar, 5-7 jaar, 7-10 jaar en >10 jaar. De toepassing van de initiële marges werd stopgezet, en de bij de margestortingen gehanteerde drempelniveaus werden verlaagd van 1,0% naar 0,5%. Om de coherentie te verzekeren tussen de nieuwe surpluspercentageschema's voor de beleenbare activa op lijst één en die

voor de beleenbare activa op lijst twee, werden de laatste ook gewijzigd om rekening te houden met zowel de afschaffing van de initiële marges als de nieuwe looptijdsectoren.

- De surpluspercentages die worden toegepast op de activa van lijst twee weerspiegelen de specifieke risico's die verbonden zijn aan deze activa, en zijn minstens even strikt als de surpluspercentages toegepast op de activa van lijst één. De vier verschillende groepen van surpluspercentages voor de activa van lijst twee, die een weerspiegeling zijn van hun verschillende intrinsieke kenmerken en liquiditeit, werden gehandhaafd: aandelen, verhandelbare schuldbewijzen met beperkte liquiditeit, schuldbewijzen met beperkte liquiditeit en bijzondere kenmerken, en niet-verhandelbare schuldbewijzen.

transacties van het Eurosysteem, beliep €7.000 miljard eind 2003, vergeleken met €6.600 miljard eind 2002 (zie Grafiek 29). Globaal genomen, namen de activa van lijst één een overweldigend aandeel van de beleenbare activa voor hun rekening (96% eind 2003). De totale waarde van de verhandelbare activa op lijst twee bleef stabiel, en bedroeg €261 miljard eind 2003, vergeleken met €265 miljard in 2002. (Het absolute bedrag van de beleenbare, niet-verhandelbare activa op lijst twee is niet beschikbaar.)

Alle krediettransacties van het Eurosysteem zijn gebaseerd op onderliggende activa die door de tegenpartijen worden aangeleverd in de vorm van ofwel een eigendomsoverdracht van activa (earmarkingsysteem) ofwel een pandrecht verleend voor de desbetreffende activa (poolingsysteem).

De totale waarde aan verhandelbare activa die door de tegenpartijen als onderpand voor de krediettransacties van het Eurosysteem ter beschikking werden gesteld, bedroeg circa €750 miljard eind 2003, in vergelijking met iets meer dan €700 miljard eind 2002 (zie Grafiek 30).⁷

Globaal genomen, bleef het aandeel van de door de kredietinstellingen uitgegeven schuldbewijzen in het totale bedrag van de eind 2003 ter beschikking gestelde verhandelbare activa stabiel op 51%, vergeleken met 52% aan het einde van het voorgaande jaar. De overheidseffecten bleven eveneens stabiel op ongeveer 38%. Een aanhoudende stijging van het aandeel van de bedrijfsobligaties deed zich voor, met

name van 4% (eind 2002) naar 6% (eind 2003). Het aandeel van de niet-verhandelbare bankleningen bleef relatief stabiel op circa 4% van alle in de afgelopen vijf jaar ter beschikking gestelde activa.

De tegenpartijen van het Eurosysteem kunnen beleenbare activa voor grensoverschrijdende transacties gebruiken, dat wil zeggen dat ze voor het verkrijgen van liquiditeiten van de NCB van het land waarin ze gevestigd zijn, gebruik mogen maken van activa die zich in een ander euroland bevinden. Het aandeel van het grensoverschrijdende onderpand in het totale bedrag van het door de tegenpartijen ten behoeve van de krediettransacties van het Eurosysteem verschaftte onderpand is blijven stijgen, namelijk van 33% eind 2002 tot 40% eind 2003. Deze stijging deed zich voor bij alle soorten van activa, maar in het bijzonder bij de activa uitgegeven door kredietinstellingen en bedrijven (voor nadere bijzonderheden, zie paragraaf 2.3 van dit hoofdstuk).

Het beheer en de publicatie van de volledige lijst van de voor de krediettransacties van het Eurosysteem beleenbare activa worden gecentraliseerd bij de ECB, waar een database van beleenbare activa wordt bijgehouden. De

⁷ Het totale bedrag aan onderpand dat door de tegenpartijen in poolingsystemen wordt aangehouden, bedroeg circa €650 miljard (eind 2003) tegen nagenoeg €600 miljard eind 2002. Wat de earmarkingsystemen betreft, bedroeg – wanneer het mogelijk was de afzonderlijke transactie waarvoor de onderliggende activa werden gebruikt te onderscheiden – het totale bedrag dat door de tegenpartijen werd gebruikt voor de krediettransacties van het Eurosysteem (monetaire-beleidsacties en behoeften aan krediet voor één dag) €107 miljard eind 2003, vergeleken met €115 miljard eind 2002.

NCB's verstrekken de ECB informatie over de beleenbare activa die op hun respectieve nationale markten worden uitgegeven. De activa worden slechts als bruikbaar voor de krediettransacties van het Eurosysteem beschouwd wanneer zij voorkomen op de dagelijks bijgewerkte lijst op de website van de ECB (www.ecb.int). In 2003 verbeterde het Eurosysteem de kwaliteit, efficiëntie en betrouwbaarheid van de dienstverlening aan zijn tegenpartijen, wijzigde het tevens de inhoud van de lijst van beleenbare activa, en voegde het informatie toe over de emissiegroep en de types van activa, in overeenstemming met het nieuwe risicobeheersingskader dat sinds maart 2004 van kracht is (zie Kader 7).

DE ENKELVOUDIGE ONDERPANDSLIJST

Gedurende de eerste vijf jaar van de derde fase van de EMU stond een groot bedrag aan onderpand – dat een breed scala aan activa omvatte – ter beschikking van de tegenpartijen om de monetaire-beleidstransacties en de krediettransacties binnen de werkdag door onderpand te dekken. De heterogeniteit van de activa op de tweede lijst van diverse NCB's van het eurogebied kan echter geen gelijke concurrentievoorwaarden voor de tegenpartijen garanderen en kan enigszins afbreuk doen aan de transparantie van het onderpandskader. Het Eurosysteem is daarom aan het onderzoeken of en hoe deze heterogeniteit kan worden beperkt, en onder welke voorwaarden de twee lijsten van activa kunnen worden samengevoegd tot één enkele lijst.

In juni 2003 heeft het Eurosysteem daarom een publieke consultatie gelanceerd, waarbij de marktdeelnemers werden uitgenodigd hun mening te geven over eventuele aanpassingen aan het onderpandskader van het Eurosysteem. Het basisvoorstel dat aan de marktdeelnemers werd voorgelegd, bestond in een geleidelijke overgang van een systeem met twee lijsten naar een systeem met één enkele lijst. De reeds door het Eurosysteem als onderpand aanvaarde activa van lijst één zouden deel uitmaken van de enkelvoudige lijst. De belangrijkste categorieën van de momenteel beleenbare activa van lijst twee werden herzien, met de bedoeling ze

eventueel op te nemen in de enkelvoudige lijst. Bovendien werd een nieuwe categorie van beleenbaar te maken activa onderzocht, namelijk in euro luidende schuldbewijzen die in het eurogebied worden uitgegeven door emittenten gevestigd in G10-landen van buiten de EER.

Er werden antwoorden ontvangen van verschillende betrokken partijen, inclusief individuele banken, verenigingen van marktdeelnemers en enkele nationale en supranationale bankverenigingen. Bijna alle reacties steunden het voorstel om het stelsel met twee lijsten te vervangen door één enkele lijst van beleenbaar onderpand. De steun voor de hervorming is grotendeels ingegeven door de wens om een geharmoniseerd onderpandskader in te voeren dat gelijke concurrentievoorwaarden tussen de toegestane tegenpartijen in de hand werkt. De marktdeelnemers stelden dat het nieuwe onderpandsbeleid een grotere beschikbaarheid van beleenbare activa zou moeten bewerkstelligen, gezien het toenemende gebruik van onderpand op de markt, bijvoorbeeld op de markt van gewaarborgde leningen en op de repomarkt, en ten behoeve van Continuous Linked Settlement (CLS) (zie paragraaf 4 van Hoofdstuk 3). Sommige marktdeelnemers benadrukten de behoefte om in het hele eurogebied alle categorieën van activa beleenbaar te maken die momenteel slechts door enkele NCB's op lijst twee worden aanvaard. Enkele van hen vermeldden tevens aanvullende categorieën van activa die zij graag als beleenbaar zouden zien (b.v. meer “buitenlandse” activa zoals in buitenlandse valuta's luidende schuldbewijzen).

Het Eurosysteem is er zich van bewust dat het herziene onderpandskader geleidelijk over een aantal jaren zal moeten worden gespreid. Dit is noodzakelijk in het licht van de vereiste aanpassing van de operationele systemen en procedures, zowel bij de centrale banken van het Eurosysteem als bij de tegenpartijen, en van de aanpassingen in de regelgeving van sommige landen.

MARKTCONTACTGROEPEN

De ECB is de Money Market Contact Group (MMCG) en de Foreign Exchange Contact Group (FXCG), beide opgericht in 1999, evenals de Operations Managers Group (OMG), opgericht in 2002, blijven gebruiken als discussiefora om te praten over marktontwikkelingen, structurele marktonderwerpen en handelspraktijken, alsook over operationele onderwerpen die te maken hebben met de geldmarkt en met valuta-afwikkeling. De onderwerpen die in 2003 binnen de MMCG met de marktdeelnemers werden besproken, omhelsden de herziening in 2002 van de eurogeldmarkt, de Europese repo-markt, het initiatief van de ACI in verband met het Short-Term European Paper (STEP) project (zie Paragraaf 3 van Hoofdstuk 3) en de consultatie van de ECB omtrent het onderpandskader van het Eurosysteem. De FXCG besprak onderwerpen als de voortgang van de recentelijk opgerichte CLS (Continuous Linked Settlement), de ontwikkelingen in het vlak van e-commerce, en het opstarten van een eventuele herziening van de marktpraktijken.

1.2 DEVIEZENTRANSACTIES

In 2003 heeft de ECB niet geïntervenieerd op de valutamarkt.

Van de vaste overeenkomst tussen de ECB en het IMF, die werd ondertekend in april 2001 om namens de ECB transacties in bijzondere trekingsrechten (SDR-special drawing rights) te initiëren met andere houders van bijzondere trekingsrechten, werd in 2003 één keer gebruik gemaakt.

1.3 INVESTERINGSACTIVITEITEN

BEHEER VAN EXTERNE RESERVES

Het beheer van de externe reserves van de ECB strekt ertoe te waarborgen dat de ECB te allen tijde kan beschikken over een toereikend bedrag aan liquide middelen voor het verrichten van valuta-interventies, als de Raad van Bestuur daartoe zou besluiten. Liquiditeit en

kredietwaardigheid zijn derhalve de basisvereisten voor het beleggen van de deviezenreserves van de ECB. Binnen deze randvoorwaarden worden de deviezenreserves van de ECB zodanig beheerd, dat hun opbrengst wordt gemaximaliseerd. Een stelsel van regels en procedures – de zogeheten Chinese muur – werd ingesteld om te verhinderen dat voorkennis, bijvoorbeeld afkomstig van de domeinen die verantwoordelijk zijn voor de monetaire-beleidsuitvoering, terechtkomt bij de domeinen die verantwoordelijk zijn voor het beheer van de externe reserves en de portefeuille van het eigen vermogen van de ECB.

Eind 2003 bedroegen de netto externe reserves van de ECB €38,3 miljard, tegen €43,2 miljard eind 2002. Deze wijziging in de omvang van de deviezenportefeuille in de loop van 2003 was het gevolg van de verworven rente-inkomsten en van de gewijzigde marktwaarde van de activa in de portefeuille als gevolg van de depreciatie van de Amerikaanse dollar. De ECB kan de NCB's van het eurogebied oproepen tot verdere stortingen van externe reserves, onder de voorwaarden die zijn vastgesteld in de secundaire Gemeenschapswetgeving⁸.

De deviezenreserves van de ECB bestaan vooral uit Amerikaanse dollars, maar omvatten ook Japanse yen, goud en speciale trekkingsrechten. De valutaverdeling, die wordt bepaald door de Raad van Bestuur, is gebaseerd op onderzoek naar de optimale valutaverdeling en de verwachte operationele behoeften, en de Raad van Bestuur kan deze verdeling indien nodig aanpassen. In overeenstemming met de Goudovereenkomst tussen de Centrale Banken van 26 september 1999, die op 8 maart is vernieuwd, worden de in goud luidende activa van de ECB niet actief beheerd.

BEHEER VAN HET EIGEN VERMOGEN

Het geplaatste kapitaal en de algemene boekhoudkundige reserve van de ECB vormen de basis van de eigen-vermogenportefeuille van de

⁸ Raadsverordening (EC) nr. 1010/2000 van 8 mei 2000 inzake oproepen tot verdere stortingen van externe reserves door de Europese Centrale Bank (PB L 115, 16.5.2000, blz. 2).

ECB. De bedoeling van de eigen-vermogenportefeuille is de ECB een reserve te verschaffen om eventuele verliezen op te vangen. Het portefeuillebeheer is bedoeld om op de lange termijn opbrengsten te genereren die de gemiddelde basis-herfinancieringsrente van de ECB overtreffen.

Eind 2003 bedroeg de portefeuille van het eigen vermogen van de ECB €5,9 miljard, tegen €5,6 miljard eind 2002. De wijziging in de omvang van de portefeuille van het eigen vermogen in de loop van 2003 werd veroorzaakt door de verworven rente-inkomsten en door de mutatie in de marktwaarde van de tot de portefeuille behorende activa. In 2003 werden nieuwe mogelijkheden tot diversifiëring onderzocht met de bedoeling de totale opbrengst van de portefeuille van het eigen vermogen te verbeteren.

PROBLEMEN INZAKE RISICOBEEHER

Het risicobeheersingskader van de ECB meet, houdt toezicht op en meldt alle risico's die voortvloeien uit de financiële transacties die worden ondernomen ofwel rechtstreeks door de ECB, ofwel door de 12 NCB's van het Eurosysteem namens de ECB. Het kader voor het beheer van de risico's die samenhangen met het beheer van de externe reserves van de ECB en van het eigen vermogen van de ECB heeft drie belangrijke onderling verbonden componenten: (i) meting en naleving inzake risicobeheer, (ii) analyse en rapportage van de beleggingsresultaten en (iii) het analytische kader voor activaverdeling.

De blootstelling van de ECB aan markt-, krediet- en liquiditeitsrisico's wordt gemeten, en de naleving van de afgesproken limieten wordt dagelijks onderzocht. In 2003 werden geen ernstige overtredingen vastgesteld. Het toezicht op de naleving in 2003 was er in toenemende mate op gericht het correcte liquiditeitsprofiel van de beleggingen te waarborgen. De liquiditeitslimieten voor de externe reserves van de ECB werden formeel ingevoerd om te garanderen dat toereikende bedragen aan activa zouden worden aangehouden in contanten of in zeer liquide effecten. Er werden duidelijke procedures inge-

steld om elke niet-naleving van deze of andere limieten te rapporteren en te verhelpen. In 2003 werden tevens verbeteringen aangebracht aan de procedures om de nauwkeurigheid van de dagelijkse marktwaardeprijzen (de dagelijks opgetekende prijzen van voor waarderingsdoel-einden gebruikte effecten) te controleren.

De risicobeheersingsactiviteiten bestaan voor een groot deel uit het meten en analyseren van de resultaten van alle desbetreffende beleggingsportefeuilles. Alleen al voor het beheer van de externe reserves heeft het huidige kader 24 afzonderlijke portefeuilles, aangezien elke NCB van het eurogebied twee portefeuilles van de externe reserves van de ECB beheert. Prestatietoewijzingstechnieken – d.w.z. technieken om de bronnen van de portefeuille-opbrengsten vast te stellen ten opzichte van de door de ECB ingestelde beleggingscriteria – werden in 2003 nog verder ontwikkeld om aan de portefeuillebeheerders een waardevolle terugkoppeling te bieden. Door deze gegevens over langere periodes te aggregeren, kunnen beter uitgewerkte gevolgtrekkingen worden gemaakt. Het afwegen van zowel de globale prestaties als de relatieve prestaties van de portefeuilles tegen het desbetreffende criterium kan de besluitvormende organen nuttige diensten bewijzen bij de besluitvorming of bij het wijzigen van het globale beleggingskader.

De activaverdeling is het proces waarbij de beleggingen worden verspreid over diverse soorten van activa om – op basis van de doelstellingen van de instelling – een optimaal evenwicht te bereiken tussen risico en opbrengst. De sleutelfactor die de opbrengst op de beleggingsportefeuille beïnvloedt, is de activaverdeling van de strategische criteria van de ECB. Deze criteria zijn ontwikkeld om de risico-rendementsvoorkeuren van de ECB op de lange termijn te weerspiegelen. In 2003 ontwikkelde de ECB een econometrisch model om de verwachte opbrengsten af te leiden met het oog op het vaststellen van criteria. Bovendien werd gebruik gemaakt van verscheidene alternatieve optimaliseringstechnieken om een robuuste analyse te waarborgen.

2 BETALINGS- EN EFFECTENAFWIKKELINGSSYSTEMEN

Het Eurosysteem vervult zijn statutaire taak om een goede werking van het betalingsverkeer te bevorderen voor een groot deel door het aanbieden van faciliteiten voor het afwickelen van betalingen en effectentransacties. Uit hoofde hiervan heeft het Eurosysteem TARGET⁹ tot stand gebracht, een “real-time” bruto-vereveningssysteem voor het verrichten van zeer grote betalingen in euro. De via TARGET verrichte betalingen worden in de boeken van de centrale banken verevend in centrale-bankgeld, waardoor het risico van verstoringen met stelselkritische gevolgen voor het gehele financiële stelsel tot een minimum wordt teruggebracht. TARGET is de afgelopen jaren in een aantal opzichten verbeterd, en er zijn plannen om een systeem van de tweede generatie, TARGET2, te ontwikkelen.

Met betrekking tot de afwikkeling van effectentransacties worden door het Eurosysteem en de markt verscheidene mogelijkheden geboden om het grensoverschrijdende gebruik van onderpand te vergemakkelijken. Het beroep dat hierop wordt gedaan neemt toe met de voortgaande integratie van de markten binnen de EU.

2.1 TARGET

Het huidige TARGET-systeem is opgebouwd uit de vijftien nationale betalingssystemen binnen de EU. Het omvat voorts het betalingsmechanisme van de ECB – het EPM – en een koppelingsmechanisme dat de verwerking van grensoverschrijdende betalingen mogelijk maakt. In 2003 heeft TARGET verder bijgedragen aan de integratie van de eurogeldmarkt en, omdat de krediettransacties van het Eurosysteem via TARGET worden verwerkt, heeft het systeem wederom een belangrijke rol gespeeld bij de soepele tenuitvoerlegging van het gemeenschappelijke monetaire beleid. Vanwege de door het systeem geboden “real-time” verevening in centrale-bankgeld en de brede marktdekking wordt TARGET ook gebruikt voor een verscheidenheid aan andere betalingen.

TARGET heeft in 2003 soepel en goed gefunctioneerd, waarbij de tendens naar de verevening

van steeds meer hoogwaardige betalingen in euro is voortgezet, conform de beleidsdoelstelling van het Eurosysteem om verevening in centrale-bankgeld te bevorderen. In 2003 werd 87% van de totale omzet aan hoogwaardige betalingen in euro via TARGET verwerkt. TARGET kan worden gebruikt voor alle overmakingen in euro tussen banken binnen een lidstaat van de EU (binnenlandse betalingen) en tussen banken in verschillende lidstaten van de EU (grensoverschrijdende betalingen), met inbegrip van die lidstaten die nog niet op de euro zijn overgegaan. In 2003 telde TARGET 3.351 deelnemers. Via TARGET kunnen 43.450 bankkantoren over de gehele wereld worden bereikt.

DOOR TARGET VERWERKTE TRANSACTIES

TARGET heeft in 2003 gemiddeld per dag 261.208 betalingen verwerkt met een totale waarde van € 1.650 miljard per dag. Dit komt ten opzichte van 2002 neer op een stijging van 3% qua aantal en 6% qua bedrag.

Van het totale via TARGET in 2003 verwerkte betalingsverkeer namen grensoverschrijdende betalingen qua bedrag 33% en qua aantal 23% voor hun rekening, tegen respectievelijk 31% en 21% in 2002. Van de door TARGET verwerkte grensoverschrijdende betalingen bestond qua bedrag 95% en qua aantal 52% uit interbancaire betalingen en de rest uit cliëntenbetalingen. Het gemiddelde bedrag van een grensoverschrijdende interbancaire betaling was € 17 miljoen, en het gemiddelde bedrag van een grensoverschrijdende cliëntenbetaling € 0,8 miljoen. Voor nadere informatie wordt verwezen naar Tabel 12.

In 2003 bereikte de algehele beschikbaarheid van TARGET, d.w.z. de tijd dat gedurende de openingsuren TARGET door de deelnemers zonder incidenten kon worden gebruikt, een niveau van 99,79%. Het TARGET-Informatie-Systeem (TIS) is in 2003 verbeterd, zodat gebruikers van TARGET bij een incident sneller en meer gedetailleerd kunnen worden ingelicht.

9 Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer.

Tabel 12 Betalingsverkeer in TARGET ¹⁾

Aantal betalingen	2002	2003	Mutatie (%)
Totaal algemeen			
Totaal	64.519.000	66.608.000	3
Daggemiddelde	253.016	261.208	3
Binnenlands			
Totaal	50.785.315	51.354.924	1
Daggemiddelde	199.158	201.392	1
Grensoverschrijdend			
Totaal	13.733.685	15.253.076	11
Daggemiddelde	53.858	59.816	11
Waarde (EUR miljard)			
Totaal algemeen			
Totaal	395.635	420.749	6
Daggemiddelde	1.552	1.650	6
Binnenlands			
Totaal	271.914	283.871	4
Daggemiddelde	1.066	1.113	4
Grensoverschrijdend			
Totaal	123.721	136.878	11
Daggemiddelde	485	537	11
Bron: ECB.			
1) 255 werkdagen in 2002 en 2003.			

VOORZIENINGEN BINNEN TARGET VOOR STELSELKRITISCHE BETALINGEN

Als gevolg van de specifieke rol die TARGET binnen de markt speelt en als gevolg van de door TARGET geboden brede marktdekking, is het voor een goede werking van het systeem van essentieel belang dat een gedegen bescherming wordt geboden tegen een groot aantal bedreigingen. Derhalve moet binnen het systeem de veiligheid goed zijn geregeld. Een methodiek voor het beoordelen van de desbetreffende risico's bestaat reeds sinds de ontwikkelingsfase van het TARGET-systeem. In 2003 is het bestaande risicobeheersingsproces in belangrijke mate herzien. Het nieuwe risicobeheersingskader voor TARGET is gebaseerd op internationale normen terzake.

Onder abnormale omstandigheden is het van het allergrootste belang dat stelselkritische betalingen, d.w.z. die betalingen die, als ze niet onmiddellijk worden verwerkt, een systeemrisico met zich meebrengen, onverwijld worden uitgevoerd. De binnen TARGET getroffen noodvoorzieningen zijn verder verbeterd om te waarborgen dat dit het geval is. In 2003 is door

middel van een aantal proeven tussen de centrale banken (in sommige gevallen met inschakeling van commerciële banken) de goede werking van alle noodvoorzieningen, ook in hun onderlinge afhankelijkheid, voor de gehele verwerkingsketen binnen TARGET vastgesteld.

Als gevolg hiervan is het Eurosysteem thans beter in staat te waarborgen dat de betalingsystemen en de financiële markten in een crisissituatie kunnen blijven functioneren.

OVERIGE WIJZIGINGEN

Wijzigingen in het communicatienetwerk van SWIFT, zoals de SWIFTNet FIN-migratie, zijn verplicht voor alle gebruikers. Voor de onderdelen van TARGET bestaat een keuzevrijheid ten aanzien van het tempo waarin de wijzigingen moeten worden aangebracht, waarbij echter wel geldt dat de overgang uiterlijk eind 2004 moet zijn voltooid.

NACHTELIJKE AFWIKKELINGSFACILITEIT

In 2003 heeft het Eurosysteem maatregelen getroffen naar aanleiding van een marktontwikkeling binnen de effectenafwikkelingssysteem naar de verevening van overdrachten van financiële instrumenten gedurende de nacht. Bij deze nachtelijke cycli worden door beheerders van effectenafwikkelingssysteem enkele activiteiten die gewoonlijk pas de volgende werkdag zouden worden uitgevoerd, vervroegd tot de nachtelijke uren. De valutatatum voor die transacties is echter de volgende werkdag. Afwikkeling gedurende de nacht biedt het voordeel dat de deelnemers aan de effectenafwikkelingssysteem zekerheid hebben over hun werkelijke posities in geld en effecten en daarvan gebruik kunnen maken bij de aanvang van de dagelijkse activiteiten.

Naar aanleiding van een specifiek verzoek vanuit de markt, heeft de Raad van Bestuur een model goedgekeurd waarbij voor deelnemers die zijn gevestigd buiten het land van het systeem waaraan zij deelnemen, betalingen als onderdeel van nachtelijke afwikkelingscycli grensoverschrijdend in centrale-bankgeld worden verevend. Het model zal door geïnteres-

seerde nationale centrale banken op vrijwillige basis ten uitvoer worden gelegd. Bij de door het Eurosysteem ontwikkelde oplossing wordt gebruik gemaakt van bilaterale garanties tussen centrale banken in het eurogebied. Bij deze garanties zijn de nationale centrale bank van het land van vestiging van het systeem en de nationale centrale banken van buiten dat land gevestigde deelnemers betrokken. Door de bilaterale garanties tussen de nationale centrale banken kunnen deelnemers hun reservesaldi bij de centrale bank van het thuisland gebruiken voor nachtelijke verevening bij een effectenafwikkelingssysteem buiten het thuisland.

BETREKKINGEN MET GEBRUIKERS VAN TARGET EN BEHEERDERS VAN “REAL-TIME” BRUTO-VEREVENINGSSYSTEMEN 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 2003 regelmatig bijeenkomsten gehouden tussen de centrale banken van de EU en de nationale TARGET-gebruikersgroepen. Daarnaast zijn gezamenlijke bijeenkomsten gehouden van de TARGET Management Working Group (TMWG) van het ESCB en de TARGET Working Group (TWG) 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 (COGEPS), waarin hoge functionarissen van commerciële en centrale banken zitting hebben.

Het Eurosysteem onderhoudt als beheerder van een van de grootste “real-time” bruto-vereveningssystemen ter wereld nauwe contacten met de beheerders van dergelijke systemen in andere muntgebieden. De toenemende gezamenlijke belangen, onder meer als gevolg van de activiteiten in het kader van Continuous Linked Settlement (CLS), hebben aanleiding gegeven tot een grotere behoefte aan de gezamenlijke bespreking van operationele aangelegenheden.

2.2 TARGET2

De huidige structuur van TARGET is in 1994 vastgesteld op basis van de beginselen van minimale harmonisatie en koppeling van bestaande infrastructuren. Dit was de beste methode om te waarborgen dat het systeem onmiddellijk vanaf de aanvang van de EMU operationeel zou zijn. Gezien de toenemende financiële integratie binnen het eurogebied en gezien het feit dat de functionele behoeften van de gebruikers van TARGET steeds eenvormiger worden, moet het systeem worden verbeterd.

Op 24 oktober 2002 heeft de Raad van Bestuur de beginselen uiteengezet die sindsdien als leidraad hebben gediend bij de voorbereidingen voor het TARGET2-systeem. Binnen het nieuwe systeem moet (i) een breed geharmoniseerd niveau van dienstverlening worden geboden, (ii) op die geharmoniseerde dienstverlening een uniforme systeembrede tariefstructuur worden toegepast, en (iii) doelmatigheid worden geboden in termen van kosten. Tezelfdertijd zullen de nationale centrale banken verantwoordelijk blijven voor de rekeningen van en de betrekkingen met de kredietinstellingen in de desbetreffende lidstaten. Wat de technische infrastructuur van TARGET2 betreft, zullen de centrale banken een technisch platform kunnen delen, het zogeheten gezamenlijke platform, dat de door hen aan de banken geboden “real-time” bruto-vereveningsdiensten zal ondersteunen.

De planning voor het TARGET2-project is verdeeld in drie hoofdfasen: de pré-projectfase, de projectfase en de test- en proeffase. Het jaar 2003 is besteed aan de pré-projectfase, waarin drie trajecten moeten worden doorlopen om in de loop van 2004 met de technische ontwikkeling te kunnen beginnen. Het eerste traject bestaat uit de definitie van de belangrijkste door TARGET2 te bieden kenmerken en functies (b.v. verwerking van betalingen, vereveningsdiensten, aangelegenheden met betrekking tot koppelingen, liquiditeitsbeheer, informatiediensten, bedrijfscontinuïteit en veiligheid). Het tweede traject betreft onderwerpen met betrekking tot kosten en tarieven en

bestaat in hoofdzaak uit de voltooiing van een gemeenschappelijke kostenmethodiek voor TARGET2. Het derde traject richt zich op de specifiek met het gezamenlijke platform samenhangende aangelegenheden.

Als eerste stap naar de vaststelling van de belangrijkste kenmerken en functies van TARGET2 is het Eurosysteem in december 2002 een openbare consultatie begonnen om de mening van alle TARGET-gebruikers te peilen inzake de voor TARGET2 te kiezen benadering alsmede het te hanteren niveau van dienstverlening.¹⁰ Een samenvatting van alle antwoorden, tezamen met de afzonderlijke bijdragen, is op 14 juli 2003 op de website van de ECB gepubliceerd.¹¹ Alle respondenten juichten het initiatief van het Eurosysteem toe om de functionaliteit en de prestaties van TARGET te verbeteren. Het bankwezen benadrukte ook dat het van belang was de gebruikers bij het TARGET2-project te betrekken.

Het ESCB zal gedurende het gehele project het bankwezen blijven raadplegen over van belang zijnde onderwerpen met betrekking tot TARGET2. Daarnaast hebben de bij de openbare consultatie ontvangen bijdragen als grondslag dienend voor de vaststelling van de kenmerken en functies van TARGET2. De thans in gang zijnde voorbereidingen zijn er ook op gericht te waarborgen dat door het toekomstige TARGET2-systeem volledig zal worden voldaan aan de “Core Principles for Systemically Important Payment Systems”¹², die door de Raad van Bestuur als minimumstandaarden zijn vastgesteld.

Als onderdeel van het tweede traject moest een door alle centrale banken toe te passen gemeenschappelijke kostenmethodiek voor TARGET2 worden ontwikkeld. Deze methodiek zal als grondslag dienen voor de vaststelling van de uniforme systeembrede tariefstructuur en zal ook dienen om te bepalen of aan het vereiste van kostendekking wordt voldaan.

Met betrekking tot het derde traject, dat is gericht op aangelegenheden met betrekking tot het gezamenlijke platform, heeft de ECB een coördinerende rol gespeeld bij de besprekingen

tussen de centrale banken die geïnteresseerd zijn in deelname aan dit gezamenlijke platform. Het Eurosysteem is begonnen met de bestudering van onderwerpen die verband houden met de bestuursstructuur en de financiering van het gezamenlijke platform. De Banca d'Italia, de Banque de France en de Deutsche Bundesbank hebben tezamen een initiatief genomen voor de ontwikkeling van het gezamenlijke platform.

Naast deze drie trajecten zal in 2004 een passende projectorganisatie tot stand moeten worden gebracht om de doelmatige organisatie van het ontwikkelingswerk gedurende de projectfase te waarborgen alsmede een passend niveau van betrokkenheid en zeggenschap van de kant van de centrale banken die voornemens zijn aan het gezamenlijke platform deel te nemen. De voorbereidingen op het niveau van het ESCB zijn erop gericht TARGET2 op 2 januari 2007 in werking te doen treden. Het tijdschema is echter zeer krap en zal in een later stadium van de pré-projectfase nog aan een nader haalbaarheidsonderzoek worden onderworpen.

2.3 GRENDOVERSCHRIJDEND GEBRUIK VAN BELEENBARE ACTIVA

Beleenbare activa kunnen over de nationale grenzen heen worden gebruikt als onderpand bij alle categorieën krediettransacties van het Eurosysteem, hetzij via het correspondentenmodel voor centrale banken, hetzij via goedgekeurde koppelingen tussen effectenafwikkelingssystemen in de EU. Het correspondentenmodel voor centrale banken wordt aangeboden door het Eurosysteem, terwijl de goedgekeurde koppelingen een initiatief vanuit de markt betreffen.

Het bedrag aan door het Eurosysteem aangehouden grensoverschrijdend onderpand is gestegen van € 234 miljard in december 2002

¹⁰ “TARGET2 – uitgangspunten en structuur”, ECB, december 2002.

¹¹ “Samenvatting van de reacties ontvangen op TARGET2 – uitgangspunten en structuur”, ECB, juli 2003.

¹² Rapport van het Committee on Payment and Settlement Systems aangaande “Core Principles for Systemically Important Payment Systems”, BIS, januari 2001.

VOORKEURSPROCEDURES VOOR MARKTDEELNEMERS BETROKKEN BIJ TRANSACTIES IN HET KADER VAN HET CORRESPONDENTENMODEL VOOR CENTRALE BANKEN, ZOALS OVEREENGEKOMEN DOOR DE EUROPESE FEDERATIE VAN BANKEN, DE EUROPESE SPAARBANKGROEP EN DE EUROPESE VERENIGING VAN COÖPERATIEVE BANKEN

1. Bewaarnemers moeten ervoor zorgen dat hun cliënten op de hoogte zijn van hun regels/procedures met betrekking tot opdrachten in het kader van het correspondentenmodel voor centrale banken. Deze regels/procedures moeten zoveel mogelijk zijn gebaseerd op de officiële plaatselijke marktusances. Cliënten moeten zich aan deze regels/procedures houden om een snelle en doelmatige verwerking van hun opdrachten te waarborgen.
2. Voorzover mogelijk moet bij de verwerking van opdrachten in het kader van het correspondentenmodel voor centrale banken gebruik worden gemaakt van geautomatiseerde procedures. Zo moeten, waar dat maar enigszins mogelijk is, elektronische communicatiekanalen tussen bewaarnemers en hun cliënten worden gebruikt en moeten de opdrachten zijn gebaseerd op ISO 15022 standaarden.
3. Onder normale omstandigheden moeten bewaarnemers ernaar streven de opdrachten van hun cliënten in het kader van het correspondentenmodel voor centrale banken binnen 30 minuten na ontvangst aan te leveren bij het plaatselijke effectenafwikkelingssysteem, mits de opdrachten volledig en juist zijn en de cliënt beschikt over de te leveren effecten.
4. Het door de bewaarnemer gehanteerde uiterste tijdstip voor de verwerking op dezelfde dag van opdrachten van cliënten in het kader van het correspondentenmodel voor centrale banken moet 30 minuten liggen vóór het uiterste tijdstip van het plaatselijke effectenafwikkelingssysteem (zie de regelmatig bijgewerkte landentabellen op de website van de ECB – www.ecb.int). Cliënten wordt echter verzocht, als standaardprocedure, hun opdrachten ruim vóór het door de bewaarnemer gehanteerde uiterste tijdstip aan te leveren om te voorkomen dat zich wachtrijen vormen en om de bewaarnemer voldoende tijd te geven fouten of onvoorziene problemen op te vangen.
5. Marktdeelnemers moeten ervoor zorgen dat hun cliënten kunnen beschikken over de nodige informatie om hen in staat te stellen de status van hun opdrachten in het kader van het correspondentenmodel voor centrale banken te volgen.
6. Bewaarnemers moeten met hun cliënten procedures afspreken voor de signalering van en (waar nodig) het geven van prioriteit aan opdrachten in het kader van het correspondentenmodel voor centrale banken. Deze procedures moeten waar mogelijk zijn gebaseerd op ISO 15022 standaarden.
7. Mits het voor bewaarnemers mogelijk is opdrachten in het kader van het correspondentenmodel voor centrale banken als zodanig te herkennen, moeten zij ernaar streven hun cliënten in te lichten over afwikkelingsproblemen binnen vijftien minuten na de vaststelling daarvan.

tot € 305 miljard in december 2003. Alles tezamen maakte het grensoverschrijdende onderpand per ultimo 2003 40% uit van het totale aan het Eurosysteem verstrekte onderpand. Dit vormt een duidelijke aanwijzing van de toene-

mende integratie van de financiële markten binnen het eurogebied. Als gevolg hiervan zijn tegenpartijen in toenemende mate geneigd activa die zich in een ander euroland bevinden in portefeuille te houden.

HET CORRESPONDENTENMODEL VOOR CENTRALE BANKEN

De tegenpartijen van het Eurosysteem mogen beleenbare activa grensoverschrijdend gebruiken, wat wil zeggen dat zij liquiditeiten kunnen verkrijgen van de nationale centrale bank van het land waar zij zijn gevestigd door gebruik te maken van activa die zich in een ander euroland bevinden.¹³ Het correspondentenmodel voor centrale banken is verder verbeterd en is wederom het belangrijkste instrument gebleven voor de grensoverschrijdende overdracht van onderpand. Het model nam 34% van het totale aan het Eurosysteem verstrekte onderpand voor zijn rekening. De via het correspondentenmodel voor centrale banken in bewaring aangehouden activa zijn toegenomen van € 195 miljard ultimo 2002 tot € 259 miljard ultimo 2003.

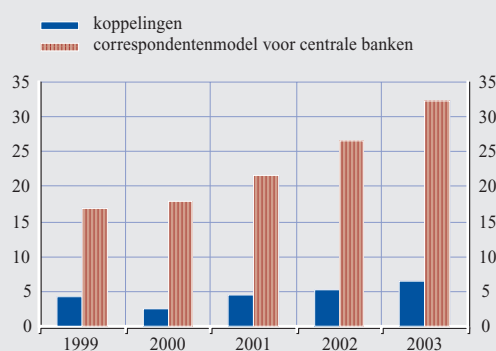
Om het door het correspondentenmodel voor centrale banken geboden niveau van dienstverlening te verbeteren, heeft de Raad van Bestuur eind 2002 besloten dat, vanaf januari 2004, de nationale centrale banken de interne procedures ten behoeve van het model binnen één uur moeten verrichten, mits de tegenpartijen (en hun effectenbewaarders) hun instructies op de juiste wijze aanleveren. Afwijkingen van deze norm van één uur zullen echter onder bepaalde omstandigheden zijn toegestaan, bijvoorbeeld bij piekbelastingen.

Aangezien bewaarnemende banken vaak een belangrijke rol spelen binnen de verwerkingsketen van het correspondentenmodel voor centrale banken, omdat zij het onderpand namens de tegenpartij aanleveren, hebben de belangrijkste Europese verenigingen van banken (de Europese Federatie van Banken, de Europese Spaarbankgroep en de Europese Vereniging van Coöperatieve Banken) voorkeursprocedures vastgelegd voor bewaarnemende banken die bij transacties volgens het correspondentenmodel voor centrale banken zijn betrokken. Hiermee worden aan de marktdeelnemers richtlijnen geboden voor het optimaliseren van de doelmatigheid van het model. De voorkeursprocedures, die in Kader 8 worden beschreven, gelden vanaf januari 2004.

GOEDGEKEURDE KOPPELINGEN TUSSEN NATIONALE EFFECTENAFWIKKELINGSSYSTEMEN

Nationale effectenafwikkelingssysteem kunnen door middel van contractuele en operationele regelingen worden gekoppeld voor de grensoverschrijdende overdracht van effecten tussen die systemen.¹⁴ Als effecten eenmaal via dergelijke koppelingen aan een ander effectenafwikkelingssysteem zijn overgedragen, kunnen zij op basis van de plaatselijke procedures op dezelfde wijze worden gebruikt als binnenlands onderpand. Thans zijn voor tegenpartijen 66 koppelingen beschikbaar, waarvan slechts een beperkt aantal actief wordt benut. Bovendien bestrijken deze koppelingen slechts een deel van het eurogebied, en zijn in 2003 geen nieuwe koppelingen ter toetsing aangemeld. Het via koppelingen aangehouden onderpand is gestegen van € 38 miljard in december 2002 tot € 46 miljard in december 2003, maar maakte slechts 6% uit van het totale door het Eurosysteem aangehouden grensoverschrijdende en binnenlandse onderpand.

Grafiek 31 Grensoverschrijdend onderpand als percentage van het totale aan het Eurosysteem verstrekte onderpand



Bron: ECB.

13 Voor nadere gegevens wordt verwezen naar Hoofdstuk 6.6.1 van "De uitvoering van het monetaire beleid in het eurogebied: Algemene documentatie inzake de monetaire-beleidsinstrumenten en -procedures van het Eurosysteem", ECB, februari 2004.

14 Voor nadere gegevens wordt verwezen naar Hoofdstuk 6.6.2 van "De uitvoering van het monetaire beleid in het eurogebied: Algemene documentatie inzake de monetaire-beleidsinstrumenten en -procedures van het Eurosysteem", ECB, februari 2004.

3 BANKBILJETTEN EN MUNTEN

3.1 DE OMLOOP VAN EUROBANKBILJETTEN EN -MUNTEN EN DE VERWERKING VAN CHARTAAL GELD

VRAAG NAAR EUROBANKBILJETTEN EN -MUNTEN

De aanzienlijke stijging van de omloop van eurobankbiljetten die zich gedurende 2002 na de overgang op de chartale euro voltrok, heeft zich in 2003 voortgezet. In de periode januari-december 2003 is de waarde van de in omloop zijnde eurobankbiljetten met 21,7% toegenomen, van € 358,5 miljard tot € 436,2 miljard. Alleen in januari 2003 liet de waarde van de circulatie een duidelijke daling zien van 5,3% ten opzichte van december 2002, als gevolg van de afgenomen behoefte aan chartaal geld na de jaarwisseling conform het normale jaarlijkse patroon. In februari nam de waarde van de bankbiljettenomloop weer toe en deze is vervolgens gedurende de rest van het jaar voortdurend gestegen met ongeveer 2,1% per maand. Deze stijging van de vraag naar eurobankbiljetten is het gevolg van het toegenomen gebruik van deze biljetten als opotmiddel en ook van het toenemende gebruik als tweede valuta in landen buiten het eurogebied. Uit statistische analyses is gebleken dat per ultimo december 2003 qua waarde ongeveer 9% van de eurobankbiljetten werd aangehouden door niet-ingezetenen van het eurogebied.

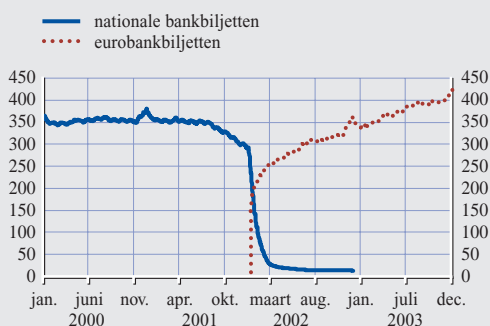
Het aantal eurobankbiljetten in omloop is in 2003 ook aanzienlijk gestegen, en wel met

10,1%. Na een daling met 8,6%, van 8,2 miljard tot 7,5 miljard bankbiljetten in januari 2003, is het aantal gedurende het gehele jaar in een gematigd tempo toegenomen, met seizoensschijfers rond de zomer en tegen het einde van het jaar, toen een niveau van 9,0 miljard bankbiljetten werd bereikt. In Grafiek 32 wordt voor de periode 2000-2003 de ontwikkeling getoond van de omloop van de nationale bankbiljetten en de eurobankbiljetten gemeten in waarde, terwijl Grafiek 33 voor 2002 en 2003 de ontwikkeling van de omloop gemeten in aantallen laat zien.

Zoals in Grafiek 34 te zien is, hebben zich tussen de afzonderlijke bankbiljettencoupires geen grote verschuivingen voorgedaan. Bij nadere beschouwing van de twaalfmaands groeicijfers voor de afzonderlijke coupures blijkt dat de hogere coupures een aanzienlijke groei hebben vertoond. De stijging was het sterkst voor de coupure van € 500, waarvan het aantal in omloop in 2003 is gestegen van 167 miljoen tot 238 miljoen stuks, een groeitempo op jaarbasis van 42,5%. De omloop van de biljetten van € 50, € 100 en € 200 is eveneens belangrijk toegenomen, op jaarbasis met respectievelijk 19,0%, 20,3% en 12,1%, terwijl de toename van de lagere coupures bescheiden was: 2,3% voor het biljet van € 5, 2,5% voor het biljet van € 10 en 4,0% voor het biljet van € 20.

Grafiek 32 Totale waarde van de bankbiljettenomloop in de periode 2000-2003

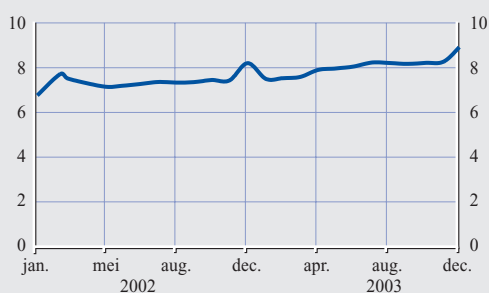
(EUR miljard)



Bron: ECB.

Grafiek 33 Totaal aantal eurobankbiljetten in omloop in de periode 2002-2003

(miljoenen)

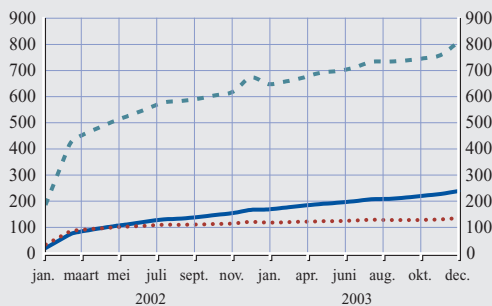


Bron: ECB.

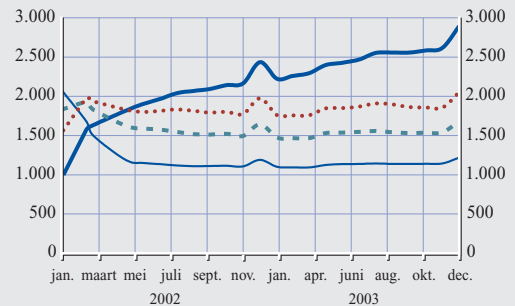
Grafiek 34 Aantal eurobankbiljetten in omloop in de periode 2002-2003

(miljoenen)

— € 500
 € 200
 - - - € 100



— € 50
 € 20
 - - - € 10
 — € 5



Bron: ECB.

In alle eurolanden is sinds januari 2003 een aanhoudende stijging opgetreden van de vraag naar euromunten, met als gevolg een toename van de waarde van de muntenomloop met 13,7%, van € 12,4 miljard tot € 14,1 miljard ultimo december 2003. Het aantal munten in omloop is in de loop van het jaar met 9,1 miljard stuks toegenomen, van 39,9 miljard tot 49,0 miljard eind 2003. Deze belangrijke toename was vooral het gevolg van de gestegen vraag naar munten met een lage nominale waarde – van 1 cent, 2 cent en 5 cent – die ruim twee derde van deze toename voor hun rekening namen. Deze ontwikkeling kan worden verklaard uit enerzijds opotting en anderzijds het hoge versterf van deze munten in vergelijking met die met een hogere nominale waarde.

VERWERKING VAN BANKBIJETTEN DOOR HET EUROSISTEEM

De aan de nationale centrale banken geretourneerde bankbiljetten worden met behulp van geavanceerde apparatuur op echtheid gecontroleerd, waarna wordt bezien of de kwaliteit ervan goed genoeg is voor verder gebruik. In de periode januari-december 2003 werden door de nationale centrale banken 57,8 miljard biljetten, met een nominale waarde van € 1.744 miljard, ontvangen en uitgegeven. Door kredietinstellingen en andere cliënten werden 28,5 miljard biljetten afgestort en 29,3 miljard stuks

opgenomen. Ongeveer 2,7 miljard biljetten moesten worden vernietigd omdat ze niet geschikt waren voor verder gebruik. Deze verhouding komt overeen met de cijfers van de nationale centrale banken voor hun voormalige nationale bankbiljetten na een vergelijkbare periode na uitgifte.

3.2 ONTWIKKELINGEN MET BETREKKING TOT VALSE EUROBIJETTEN EN HET TEGENGAAN VAN VERVALSING

VALSE EUROBIJETTEN

In 2002, toen de eurobiljetten nieuw waren, was het aantal aangetroffen valse biljetten buitengewoon gering. Dit kwam door de geavanceerde echtheidskenmerken in de biljetten en omdat valsemunters nog weinig tijd hadden gehad om nieuwe valse bankbiljetten te maken. In 2003, het tweede jaar dat de eurobankbiljetten in omloop waren, was het aantal ontdekte vervalsingen dan ook groter dan in het voorgaande jaar. Het totale aantal door de Nationale Analysecentra¹⁵ ontvangen valse biljetten bedroeg in 2003 551.287 stuks. Het eurobankbiljet is en blijft een goed falsificaatbestendig biljet. Echter, de reproductietechnieken waarover valse-

¹⁵ In elke lidstaat van de EU gevestigde centra voor de eerste analyse van valse eurobiljetten op nationaal niveau.

munters kunnen beschikken worden in de loop van de tijd steeds beter en goedkoper. Bovendien is de euro een op grote schaal gebruikte internationale munt en daardoor meer onderhevig aan vervalsing. Over het geheel genomen heeft het vervalsingsniveau in 2003 geen gestage stijging vertoond. Er hebben zich wel enkele seizoenmatige schommelingen voorgedaan die samenvielen met perioden waarin de bankbiljettenomloop hoog is, te weten rond de Kerst en gedurende de zomervakantie.

De vervalsingen waren als volgt over de coupures verdeeld:

	€ 5	€ 10	€ 20	€ 50
Aantal	2.733	5.476	152.061	321.623
Percentage	0,5	1,0	27,6	58,3
	€ 100	€ 200	€ 500	Totaal
Aantal	53.668	14.776	950	551.286
Percentage	9,7	2,7	0,2	100,0

Hoewel het biljet van € 50 onder de valsemunters nog steeds favoriet is, heeft zich ten opzichte van het voorgaande jaar een belangrijke verschuiving voorgedaan van het biljet van € 50 naar het biljet van € 20.

In de media is de aandacht gevestigd op vervalsingen van hoge kwaliteit, maar het aantal van dergelijke vervalsingen is echter uiterst gering. Door een biljet te voelen, het te bekijken en het scheef tegen het licht te houden kan in bijna alle gevallen worden vastgesteld of het al dan niet vals is.

TEGENGAAN VAN VERVALSING

Naast de in 2002 met Europol gesloten samenwerkingsovereenkomst heeft de ECB in 2003 vergelijkbare overeenkomsten afgesloten met Interpol en de centrale banken van verscheidene toetredende landen. De ECB en de nationale centrale banken hebben voorts opleidingen verzorgd voor kassiers, zowel binnen de EU als daarbuiten, om hun te leren hoe zij valse biljetten kunnen herkennen en hoe zij daarmee moeten omgaan.

Het Analysecentrum voor Vervalsingen bij de ECB en de Nationale Analysecentra werken samen met de politie in de strijd tegen vervalsing. Technici van de Nationale Analysecentra voorzien op verzoek de gerechtelijke autoriteiten van deskundige adviezen en technische rapporten.

Voorts heeft het Eurosysteem de bijdrage opgevoerd die het levert aan de mondiale samenwerking voor het tegengaan van vervalsing onder auspiciën van de presidenten van de centrale banken van G-10. De ECB heeft voor de internationale gemeenschap een structuur voor technische bijstand ontwikkeld onder de naam International Counterfeit Deterrence Centre (ICDC). Het ICDC schat continu potentiële vervalsingsdreigingen in door voortdurende evaluatie van nieuwe reproductieapparatuur en van systemen voor het tegengaan van vervalsing.

HET WAARBORGEN VAN DE INTEGRITEIT VAN DE EUROBANKBIJETTEN IN DE TOEKOMST

Echtheidskenmerken “verouderen” vanaf het ogenblik van uitgifte. Naarmate de kennis van valsemunters over een aanvankelijk gedegen echtheidskenmerk toeneemt, neemt ook het risico toe dat het kenmerk wordt gereproduceerd. De euro is, evenals andere grote valuta's, na de invoering en in toenemende mate in 2003 met dit verschijnsel geconfronteerd. Deze dreiging neemt verder toe naarmate ook andere autoriteiten die bankbiljetten ontwerpen de euro gebruiken als technische standaard en vergelijkbare echtheidskenmerken kiezen. Derhalve speelt het onderzoek naar en de ontwikkeling van nieuwe echtheidskenmerken een belangrijke rol bij het waarborgen van de integriteit van de eurobankbiljetten in de toekomst. Bij het streven naar nieuwe echtheidskenmerken die op de langere termijn een fundamentele doorbraak kunnen betekenen, heeft het Eurosysteem een methodiek ontwikkeld voor het beoordelen en financieren, op de breedst mogelijke basis, van voorstellen voor onderzoek en ontwikkeling. Het onderzoek naar nieuwe echtheidskenmerken wordt aangevuld met ontwikkelingsprogramma's die de kloof dichten tussen onderzoek en productie.

3.3 UITGIFTE EN PRODUCTIE VAN BANKBIJETTEN

DE ROL VAN HET EUROSISTEEM BIJ DE CHARTALE CYCLUS

De Raad van Bestuur heeft bij verschillende gelegenheden het belang benadrukt van gelijkwaardige concurrentievoorwaarden bij chartale diensten. Een aantal maatregelen is reeds genomen als bijdrage aan de verwezenlijking daarvan. In 2002 is een gemeenschappelijk tarievenbeleid binnen het Eurosysteem ten uitvoer gelegd voor de bij de nationale centrale banken verrichte chartale balietransacties van professionele cliënten en is een gemeenschappelijk beleid vastgesteld ten aanzien van de openingstijden voor en de validering van chartale baliediensten bij de nationale centrale banken. Daarnaast is een referentiekader gepubliceerd voor het gebruik van geldinname/-uitgifteautomaten¹⁶ in het eurogebied. In 2003 is een gemeenschappelijke procedure vastgesteld voor het beproeven van dergelijke automaten. De volgens deze gemeenschappelijke procedure bij een nationale centrale bank in het eurogebied uitgevoerde proeven zijn in alle eurolanden geldig. Binnen de testprocedure worden, als bijdrage aan de handhaving van de hoge kwaliteit van de bankbiljettenomloop, strenge eisen gesteld aan het voorkomen van de heruitgifte van valse of verdachte biljetten en aan de scheiding tussen biljetten die wel en niet geschikt zijn voor heruitgifte. Ook is de nodige aandacht geschonken aan de toepasbaarheid en de technische mogelijkheden van dergelijke automaten. Verscheidene fabrikanten hebben deze proeven al met goed gevolg doorstaan, en hebben daarmee bijgedragen aan hoge standaarden ter zake van het verwerken en heruitgeven van bankbiljetten. In aanvulling op de reeds genomen maatregelen, zet het Eurosysteem de discussie voort over andere aspecten van de chartale cyclus ter waarborging van een goede en doelmatige bankbiljettenvoorziening en ter handhaving van de integriteit van de eurobankbiljetten.

De ECB en de Europese Commissie organiseren gezamenlijk halfjaarlijkse bijeenkomsten waarbij onderwerpen inzake het gebruik van

Tabel 13 Toegewezen quota bankbiljettenproductie 2003

Coupure	Aantal (miljoenen biljetten)	Nationale centrale bank belast met productie
€ 5	110	FR
€ 10	999,1	DE, GR, IE, AT
€ 20	1.071,1	FR, ES, NL, PT, DE
€ 50	657	IT, BE, ES, NL
€ 100	122	IT, FI
€ 200	133	DE, LU
€ 500	0 ¹⁾	
Totaal	3.092,2	

Bron: ECB.

1) De logistieke voorraden bankbiljetten van € 500 uit de eerste productieronde werden voldoende geacht voor 2003.

chartaal geld worden besproken. De deelnemers zijn onder meer vertegenwoordigers van het bankwezen, van consumentenorganisaties, van detailhandelsorganisaties, alsmede van fabrikanten van verkoopautomaten en van waarde-transporteurs. De ECB neemt ook als waarnemer deel aan de Werkgroep Chartaal Geld van de Europese Betalingsraad, die is opgericht door de Europese verenigingen van banken en de grote banken.

PRODUCTIEAFSPRAKEN EN DE BANKBIJETTEN-PRODUCTIE IN DE TOEKOMST

In april 2001 heeft de Raad van Bestuur besloten dat de komende jaren de productie van eurobankbiljetten zou geschieden volgens een gedecentraliseerd productieschema op basis van taakverdeling. Dit betekent dat elke nationale centrale bank in het eurogebied verantwoordelijk is voor de levering van een aan die bank toegewezen deel van de totale productie van bepaalde coupures. In Tabel 13 wordt een overzicht gegeven van de productieverdeling volgens dit schema.

De totale benodigde productie bedroeg in 2003 3,1 miljard (in 2002 4,8 miljard) biljetten.

Met betrekking tot de ontwikkeling van een toekomstig productiebeleid voor bankbiljetten is een aanzienlijke hoeveelheid werk verzet. De

¹⁶ Geldinname/-uitgifte-automaten zijn zelfstandig werkende, door de cliënt bediende apparaten voor de inname, verwerking en uitgifte van bankbiljetten.

Raad van Bestuur heeft grondig geanalyseerd of aanbestedingsprocedures op de middellange termijn kunnen worden toegepast voor de inkoop van grondstoffen en de productie van eurobankbiljetten. De Raad van Bestuur heeft besloten dat uiterlijk in 2012 binnen het Euro-systeem een gemeenschappelijke, concurrentiebevorderende procedure met aanbesteding volledig ten uitvoer moet zijn gelegd. De nationale centrale banken met een eigen of gelieerde bankbiljettendrukkerij kunnen er dan voor kiezen niet aan deze gemeenschappelijke procedure deel te nemen.

ONDERSTEUNING BIJ DE PRODUCTIE VAN EUROMUNTEN

De verantwoordelijkheid voor de productie van de euromunten ligt bij de lidstaten. De ECB is in dit verband wederom opgetreden als onafhankelijke kwaliteitscontroleur. Onderdeel daarvan vormt de ondersteuning en instandhouding van een gemeenschappelijk kwaliteitsborgingssysteem bij alle producenten van euromunten. In 2003 zijn 4,8 miljard (in 2002 6,2 miljard) munten geproduceerd.

TWEDE REEKS EUROBANKBIJETTEN

Het belangrijkste doel van de verbetering van het ontwerp van bankbiljetten bestaat eruit gelijke tred te houden met de technische ontwikkelingen om te waarborgen dat de biljetten gekenmerkt blijven door een hoog niveau van bescherming tegen vervalsing, met behoud van echtheidskenmerken die door het publiek kunnen worden herkend. De autoriteiten die bankbiljetten uitgeven brengen dan ook, nadat de biljetten een aantal jaren in omloop zijn geweest, gewoonlijk verbeteringen aan. In overeenstemming hiermee is de ECB begonnen met de voorbereidingen voor een tweede reeks eurobankbiljetten, waarvan de productie en uitgifte enkele jaren in beslag zullen nemen.

Een datum voor de uitgifte van de tweede reeks eurobankbiljetten is nog niet vastgesteld, maar verwacht wordt dat deze tegen het einde van het decennium zal liggen. De bankbiljetten zullen per coupure worden uitgegeven, met een zeker tijdsverloop tussen de opeenvolgende coupures,

zodat met de invoering van alle coupures enkele jaren zal zijn gemoeid. Het ontwerp van de tweede reeks biljetten zal zijn gebaseerd op het in de huidige reeks gebruikte thema “Stijlperiodes” om de continuïteit tot uitdrukking te brengen.

ZEER KLEINE COUPURES BANKBIJETTEN

Sinds de voltooiing van de overgang op de charitale euro is naar voren gebracht dat het nuttig zou zijn bankbiljetten in heel lage coupures, te weten € 1 en/of € 2, in te voeren. Geredeneerd wordt dan dat in sommige landen de burgers bij de oude nationale bankbiljetten gewend waren aan zeer lage coupures en moeite hebben te wennen aan de in vergelijking daarmee hoge scheidingslijn tussen euromunten en -bankbiljetten (die ligt tussen de munt van € 2 en het biljet van € 5). Ook wordt wel geredeneerd dat consumenten geneigd zijn munten in verband te brengen met een lage waarde.

De Raad van Bestuur is overeengekomen de mogelijke uitgifte van zeer lage coupures bankbiljetten in het najaar van 2004 opnieuw te bezien, als meer ervaring is opgedaan met het gebruik van munten en bankbiljetten, zowel binnen het eurogebied als daarbuiten.

4 NIEUWE EN VERBETERDE STATISTIEKEN

De ECB verzamelt, bijgestaan door de nationale centrale banken, een breed scala aan statistieken die het ESCB in staat stellen zijn taken te vervullen. Evenals in de voorgaande jaren is dit in 2003 soepel verlopen. De ECB en de nationale centrale banken zijn echter van mening dat de statistieken nog verdere verbetering behoeven.

In 2003 zijn talrijke pogingen in het werk gesteld om de beschikbaarheid en de kwaliteit van de statistieken voor het eurogebied te verbeteren en tegelijkertijd de rapportagelast voor de rapporterende instellingen tot een minimum te beperken. Voortgang is ook geboekt met betrekking tot de intensief door de ECB gebruikte statistieken die door de Europese Commissie (Eurostat) en de nationale bureaus voor de statistiek worden verzameld en samengesteld.

4.1 NIEUWE STATISTIEKEN

In december 2003 heeft de ECB nieuwe geharmoniseerde statistieken gepubliceerd omtrent de door monetaire financiële instellingen (MFI's) gehanteerde rentevoeten. Deze nieuwe statistieken bestrijken 45 indicatoren van de door MFI's in het eurogebied op deposito's van en leningen aan huishoudens en niet-financiële vennootschappen toegepaste rentevoeten (zie ook Hoofdstuk 1, paragraaf 2.1). De maandelijkse rentestatistieken hebben betrekking op zowel uitstaande bedragen als nieuwe contracten. De nieuwe statistieken bieden een veelomvattend en geharmoniseerd beeld van de door de MFI's toegepaste renteniveaus, het beloop daarvan in de tijd en de met de verschillende rentevoeten gemoeide bedragen. De vereisten voor de rentestatistieken van de MFI's zijn vastgelegd in Verordening ECB/2001/18. Alle informatie, met inbegrip van de handleiding met betrekking tot de door MFI's toegepaste rentevoeten en een methodologische toelichting, is op de website van de ECB te vinden.

Sinds september 2003 publiceert de ECB aanvullende gegevens met betrekking tot de mone-

taire aggregaten en de tegenposten daarvan. Seizoenvrije ramingen zijn thans voorhanden voor de gehele geconsolideerde balans van de MFI-sector. Daarnaast is de frequentie van de uitsplitsing naar sector van de gegevens betreffende deposito's, leningen en aangehouden effecten opgevoerd van eens per kwartaal naar eens per maand. Herwaarderingen van bepaalde posten op de balans van de MFI's, zoals afboekingen/afwaarderingen van leningen die worden gebruikt bij de berekening van de kredietverlening als tegenpost van de monetaire aggregaten, zijn thans apart op geharmoniseerde basis beschikbaar.

Na de vaststelling van Richtsnoer ECB/2002/7 betreffende de statistische rapportagevereisten met betrekking tot financiële kwartaalrekeningen worden aan de ECB sinds februari 2003 aanvullende gegevens verstrekt aangaande zowel de transacties als de balansen van verzekeringsinstellingen en pensioenfondsen.

Met betrekking tot andere niet-MFI's dan verzekeringsinstellingen en pensioenfondsen zijn in januari 2003 voor het eerst balansgegevens van beleggingsfondsen gepubliceerd, waaronder een gedetailleerde uitsplitsing naar categorie. Deze kwartaalstatistieken worden samengesteld op basis van de thans op het nationale niveau beschikbare gegevens en zijn nog niet voor het gehele eurogebied geharmoniseerd. Daarnaast worden sinds januari 2003 maandgegevens met betrekking tot door ingezetenen van het eurogebied uitgegeven genoteerde aandelen, uitgesplitst naar uitgevende sector, bekendgemaakt. Sinds januari 2003 wordt een verbeterde methode gebruikt voor de berekening van de groeipercentages voor schuldbewijzen.

Binnen de door Eurostat voor het eurogebied samengestelde statistieken bestonden de belangrijkste vernieuwingen uit de eerste publicatie van voorlopige bbp-ramingen, gebaseerd op een deelverzameling landen die vroege ramingen bekendmaken, en van statistieken betreffende de orderontvangsten in de industrie.

Als onderdeel van de verdere integratie van de statistieken heeft de ECB in juni 2003 voor het eerst de monetaire opstelling van de betalingsbalans gepubliceerd. Met de monetaire opstelling wordt een belangrijk verband gelegd tussen de transacties in de externe tegenposten van M3 en die van niet-MFI's in de betalingsbalans. Aangezien wijzigingen in de netto externe activa van de MFI-sector in hoge mate voortvloeien uit buitenlandse transacties van ingezet niet-MFI's, wordt met de nieuwe opstelling de samenhang tussen de monetaire gegevens en de betalingsbalansgegevens versterkt. In dit kader zal de verzameling van afzonderlijke informatie over leningen en deposito's binnen de overige financiële transacties op de betalingsbalans het ook eenvoudiger maken de ontwikkeling te volgen van de door de niet-MFI-sector in het buitenland aangehouden liquide activa.

4.2 STRATEGIE VOOR DE MIDDELLANGE TERMIJN MET BETREKKING TOT STATISTIEKEN

In 2003 heeft de ECB bij de statistische werkzaamheden een strategie voor de middellange termijn gevolgd, die is gericht op het verbeteren van de kwaliteit van de statistieken en van hun samenhang en verspreiding. De kernelementen van deze strategie zijn:

- Het voorbereiden en integreren van de gegevens met betrekking tot de toetredende landen, aanvankelijk als leden van de EU en in de toekomst als leden van het eurogebied.
- De opbouw van een geïntegreerd stelsel van financiële en niet-financiële kwartaalrekeningen voor het eurogebied, en het verbeteren van de conceptuele en cijfermatige samenhang van het voor de economische en monetaire analyse gebruikte gegevenskader. Het stelsel van kwartaalrekeningen zal zowel voor de gehele economie van het eurogebied als voor verscheidene institutionele sectoren worden samengesteld.
- De verdere uitbreiding van de statistieken van de ECB, onder meer door middel van een gecentraliseerde effectendatabase en een financiële-marktdatabase voor het eurogebied, die van nut zullen zijn bij de samenstelling van samenhangende en nauwkeurige statistieken aangaande de effectenmarkten en de financiële markten. De centrale effectendatabase zal ook van nut zijn bij de samenstelling van preciezere cijfers voor het effectenverkeer binnen de betalingsbalans en de statistieken aangaande de internationale investeringspositie.
- Het uitbreiden van het statistische kader voor het volgen en analyseren van de financiële stabiliteit.
- Het volgen van en inspelen op financiële innovaties en andere ontwikkelingen die mogelijk een belangrijke invloed zullen hebben op de statistieken, zoals de nieuwe internationale standaarden voor jaarrekeningen en het Bazelse Kapitaalakkoord.
- Het verbeteren van de verspreiding van de statistieken.
- Het bevorderen van de tijdigheid en de kwaliteit van economische gegevens voor het eurogebied zoals die door Eurostat worden samengesteld op basis van bijdragen van de nationale bureaus voor de statistiek, bijvoorbeeld door toepassing van het "Europa-Eerst"-beginsel, waardoor de nationale bureaus voor de statistiek worden aangespoord prioriteit te geven aan hun bijdragen voor de samenstelling van Europese aggregaten, in het bijzonder de Voornaamste Europese Economische Indicatoren, en aan een betere coördinatie van bijvoorbeeld publicatieschema's en het bij gegevensherzieningen gevolgde beleid.
- Het actief deelnemen aan internationale instanties voor het opstellen van standaarden, teneinde een grotere samenhang qua basisgegevens te verwezenlijken in de verschillende soorten statistieken die van bedrijven worden verzameld.

Ter verbetering van de verspreiding van statistieken publiceert de ECB sinds augustus 2003 maandelijks een statistisch zakboek, dat in een handzaam formaat de belangrijkste, actuele statistieken over het eurogebied bevat.

4.3 VERBETERINGEN IN HET INSTITUTIONELE EN JURIDISCHE KADER VOOR DE STATISTIEKEN

De ECB werkt ook, tezamen met de nationale centrale banken en in samenwerking met andere Europese en internationale instellingen, aan de versterking van het juridische en institutionele kader voor de verzameling, samenstelling en verspreiding van statistieken.

De ECB heeft het Richtsnoer inzake bepaalde statistische rapportagevereisten van de ECB en de rapportageprocedures voor statistische informatie van de nationale centrale banken met betrekking tot monetaire en bancaire statistieken (gepubliceerd als Richtsnoer ECB/2003/2) geactualiseerd. De ECB heeft voorts de Verordening met betrekking tot de maandstatistieken voor MFI's (gepubliceerd als Verordening ECB/2001/13) geactualiseerd door deze uit te breiden tot bepaalde posities ten opzichte van de toetredende landen en de valuta's van deze landen vanaf de toetreding op 1 mei 2004. Voorts is in mei 2003 een geactualiseerde versie gepubliceerd van het Richtsnoer met betrekking tot betalingsbalansstatistieken en statistieken betreffende de internationale investeringspositie (gepubliceerd als Richtsnoer ECB/2003/7). Via deze geactualiseerde versie wordt een verdere verbetering van deze statistieken op het niveau van het eurogebied bereikt door de opname van onder meer een gedetailleerdere geografische en sectorale uitsplitsing van de betalingsbalansstromen en van de internationale investeringspositie.

Met betrekking tot het institutionele kader hebben de ECB en de Europese Commissie (Eurostat) in maart 2003 een geactualiseerd Memorandum of Understanding getekend met betrekking tot economische en financiële sta-

tistieken. In het memorandum worden, onverminderd de wettelijke bepalingen zoals vastgelegd in artikel 285 van het Verdrag en artikel 5 van de Statuten van het ESCB, de verantwoordelijkheden van en de samenwerking tussen de twee instellingen uiteengezet. De ECB blijft de primaire verantwoordelijkheid behouden voor de monetaire en bancaire statistieken, met inbegrip van statistieken aangaande de financiële markten, terwijl de Europese Commissie de primaire verantwoordelijkheid blijft dragen voor de algemene economische statistieken. De betalingsbalansstatistieken blijven een gedeelde verantwoordelijkheid. De ECB draagt ook de primaire verantwoordelijkheid voor de statistieken met betrekking tot de internationale reserves, de nominale en de reëel-effectieve wisselkoers van de euro en de financiële kwartaalrekeningen voor het eurogebied. De primaire verantwoordelijkheid voor de jaarrekeningen voor de lidstaten naar institutionele sector blijft berusten bij de Europese Commissie, terwijl de ontwikkeling van niet-financiële kwartaalrekeningen naar institutionele sector en van de statistische infrastructuur, bijvoorbeeld met betrekking tot standaarden voor seizoencorrectie en datatransmissie, een gedeelde verantwoordelijkheid betreft.

Bovendien heeft in 2003 een gezamenlijke taakgroep van de ECB en de Europese Commissie (Eurostat) een aantal belangrijke elementen vastgesteld voor de kwaliteit van de betalingsbalansstatistieken en kwantitatieve indicatoren ontwikkeld voor het toezicht op de kwaliteit. Deze kwantitatieve indicatoren voor het eurogebied zullen worden opgenomen in een algehele kwaliteitsbeoordeling en zullen jaarlijks in kwaliteitsverslagen worden bekendgemaakt. Ten slotte hebben de ECB en de Europese Commissie (Eurostat) nauw samengewerkt bij de opstelling van een lijst van de Voornaamste Europese Economische Indicatoren op maand- en kwartaalbasis die op grond van tijdi-ger bijdragen van de lidstaten veel sneller dan nu het geval is voor het eurogebied ter beschikking moeten komen.

5 ECONOMISCH ONDERZOEK

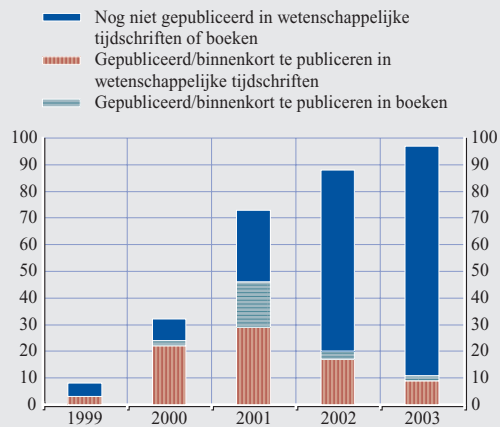
Het bij de ECB verrichte economisch onderzoek strekt ertoe een sterke conceptuele en empirische basis te leggen voor de beleidsvorming en het beleid beter aan de markten en het publiek te kunnen uitleggen. Hoogwaardig onderzoek is noodzakelijk om te waarborgen dat de ECB in staat is het hoofd te bieden aan de unieke uitdagingen die gepaard gaan met het voeren van een gemeenschappelijk monetair beleid voor een groep soevereine staten. De belangrijkste doelstelling van het binnen het Eurosysteem verrichte economisch onderzoek is de kennis van het functioneren van de economie van het eurogebied te vergroten en meer in het bijzonder modellen, instrumenten en analyses aan te bieden die van belang zijn voor de monetaire-beleidsvoering en voor de vervulling van de andere taken van het Eurosysteem. Een voorbeeld van deze beleidsgerichtheid is de rol die het onderzoek heeft gespeeld bij de evaluatie van de monetaire-beleidsstrategie van de ECB, waarbij met een aantal achtergrondstudies is bijgedragen aan de gedachtevorming binnen de Raad van Bestuur (zie Kader 1).

5.1 ONDERZOEKSONDERWERPEN

De onderzoeksagenda voor 2003 kan worden gesplitst in zes terreinen: de monetaire-beleidsstrategie en de daarbij horende regels en indicatoren, de transmissie van het monetaire beleid, financiële markten en instellingen, internationale economische en financiële aangelegenheden, de bouw van macro-economische modellen voor het eurogebied, en algemene economische en structurele onderwerpen. De resultaten van het merendeel van het onderzoek worden eerst gepresenteerd in de reeks Working Papers van de ECB en – in beperkter mate – in de reeks Occasional Papers van de ECB, alsmede tijdens conferenties en workshops, alvorens in wetenschappelijke tijdschriften of boeken te worden gepubliceerd¹⁷.

Uit Grafiek 35 blijkt de toenemende hoeveelheid onderzoeksresultaten sinds 1999 en het grote aantal onderzoeksverslagen dat in wetenschappelijke tijdschriften of boeken is gepubli-

Grafiek 35 Publicaties in de reeks Working Papers van de ECB



Bron: ECB.

ceerd of binnenkort zal worden gepubliceerd.¹⁸ Uit Grafiek 36 blijkt de beleidsoriëntatie van het bij de ECB verrichte onderzoek. In de grafiek worden de Working Papers van de ECB gerangschikt naar onderwerp, op basis van de door het Journal of Economic Literature gehanteerde categorieën. “Macro-economisch en monetair-economisch” is het meest voorkomende onderwerp binnen de reeks, gevolgd door “mathematische en kwantitatieve methoden”, “financieel-economisch” en “internationaal economisch”.

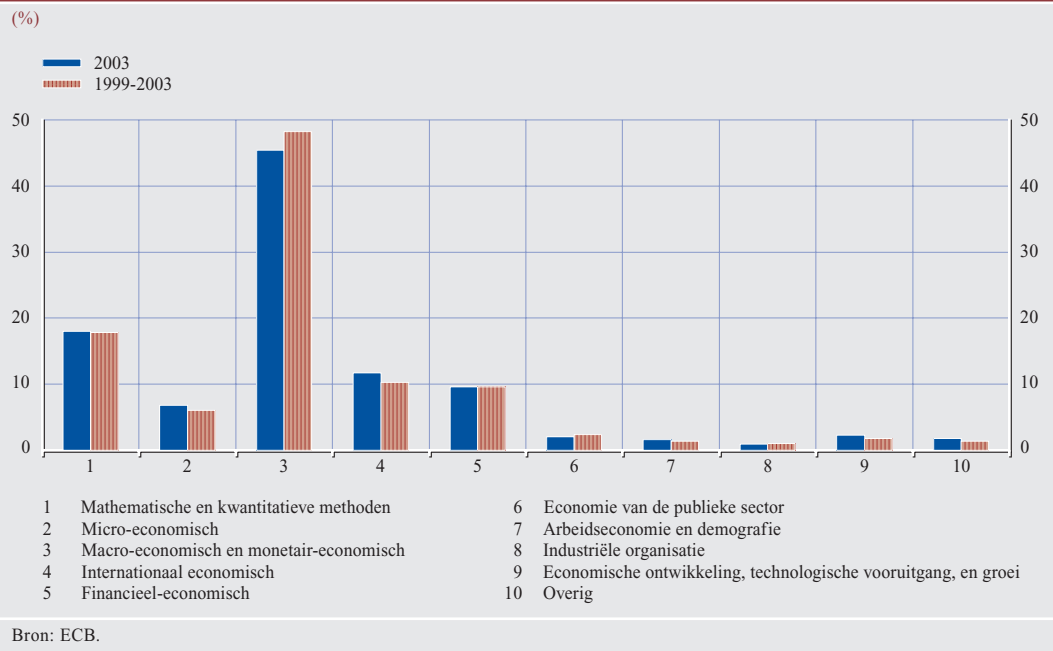
5.2 ONDERZOEKSNETWERKEN

In veel gevallen wordt het onderzoek van de ECB verricht binnen het kader van georganiseerde netwerken. Dit zijn groepen onderzoekers

17 Voor enkele beschrijvende statistieken met betrekking tot de reikwijdte van het bij de ECB verrichte onderzoek wordt verwezen naar V. Gaspar en J. L. Vega, “Research at a policy making institution: launching research at the ECB”, *Swiss Journal of Economics and Statistics*, 138, 4, 2002, pag. 359-376.

18 In de reeks Working Papers van de ECB wordt verslag gedaan van onderzoek verricht door personeel van de ECB en door gastonderzoekers. Door niet met de ECB gelieerde onderzoekers kan ook in de reeks worden gepubliceerd, mits hun onderzoek heeft plaatsgevonden op initiatief van de ECB of de onderzoeksresultaten zijn gepresenteerd tijdens een door de ECB georganiseerde workshop of conferentie.

Grafiek 36 Reeks Working Papers van de ECB: rubricering volgens Journal of Economic Literature



die gezamenlijk brede, veelzijdig georiënteerde projecten uitvoeren. Zij kunnen economen van de ECB, van de nationale centrale banken van het eurogebied, van andere centrale banken en beleidsinstanties, en van universiteiten omvatten. De ECB neemt daaraan deel en verschaft, alleen of met andere instellingen, coördinerende en organisatorische steun. In 2003 waren dergelijke onderzoeksnetwerken bijzonder actief. Zo heeft de ECB tezamen met het Centrum voor Financiële Studiën van de Johann Wolfgang Goethe Universiteit in Frankfurt onderzoek verricht naar de kapitaalmarkten en de financiële integratie in Europa (zie Kader 10).

Een belangrijk in 2003 voltooid project betrof het netwerk Monetaire Transmissie van het Eurosysteem. Dit project was in 1999 door de ECB en de nationale centrale banken van het eurogebied opgezet om te onderzoeken hoe het gemeenschappelijke monetaire beleid de economie van het eurogebied beïnvloedt. Als onderdeel van het project werd een grote hoeveelheid gegevens over het transmissiemechanisme verzameld. Door de deelnemers zijn diepgaande studies verricht aan de hand van

zowel macro-econometrische als micro-econometrische gegevens, gericht op het investeringsgedrag van bedrijven en op de rol die de banken spelen bij het transmissiemechanisme. Onderdeel van het project was ook een vergelijking tussen het transmissiemechanisme in het eurogebied en dat in de Verenigde Staten. Het project heeft geresulteerd in verscheidene artikelen in tijdschriften en in de reeks Working Papers, en in november 2003 is een boek met de volledige resultaten gepubliceerd.¹⁹ Hoewel door het netwerk het meeste onderzoek is verricht op basis van gegevens over de periode vóór de invoering van de euro, is in 2003 een aantal gegevens uitgebreid tot de periode sinds 1999.

In 2003 is, om een beter inzicht te verkrijgen in de dynamiek van de inflatie in het eurogebied en de eurolanden, een netwerk Inflatie gevormd, bestaande uit onderzoekers van de ECB en van alle nationale centrale banken van de eurolanden. Voor de studie van het ver-

¹⁹ I. Angeloni, A. Kashyap en B. Mojon (red.), *Monetary policy transmission in the euro area*, Cambridge University Press, 2003.

schijnsel wordt een groot aantal gegevens gebruikt, waaronder individuele en sectorale gegevens omtrent consumenten- en producentenprijzen, macro-economische inflatiecijfers en enquêteresultaten. De resultaten van het onderzoek worden in 2004 en 2005 verwacht.

Het netwerk Conjunctuurcyclus Eurogebied, dat is opgezet in samenwerking met het Centre for Economic Policy Research, biedt een forum voor de studie van de conjunctuurcyclus in het eurogebied. Het netwerk bestaat uit onderzoekers van universiteiten, centrale banken en ander beleidsinstanties. Door het netwerk zijn in 2003 twee workshops gehouden, en in december 2003 is bij de ECB de eerste conferentie van het netwerk gehouden met betrekking tot de belangrijkste bronnen van exogene schokken voor de economieën van de G-7 en het eurogebied.²⁰

Het internationale project Loonflexibiliteit, dat door de ECB tezamen met het Onderzoeksinstituut voor de Toekomst van de Arbeid (IZA) in Bonn wordt gesteund en dat is opgezet door de Federal Reserve Bank van New York en het Brookings Institution, biedt een forum voor onderzoekers uit dertien landen voor de bestudering van de mate en de aard van loonstarheden op basis van individuele gegevens. In het bijzonder wordt de nadruk gelegd op de vergelijkbaarheid van methoden en resultaten. In 2003 is een paneldiscussie georganiseerd tijdens de bijeenkomst van de American Economic Association. De slotconferentie zal in juni 2004 bij de ECB worden gehouden.

5.3 DE BOUW VAN MACRO-ECONOMETRISCHE MODELLEN VOOR HET EUROGEBIED

Econometrische modellen worden direct en indirect gebruikt bij het besluitvormingsproces met betrekking tot het monetaire beleid, bijvoorbeeld bij de voorbereiding van de macro-economische projecties, waarvan de belangrijkste resultaten tweemaal per jaar in het Maandbericht worden gepubliceerd.²¹ Voorts dient de modelbouw als katalysator bij de ont-

wikkeling van nieuwe statistische gegevens. Een belangrijk voorbeeld is de macro-economische modeldatabase voor het eurogebied, die beschikbaar is op de website van de ECB en die op grote schaal wordt gebruikt door onderzoekers over de gehele wereld.

In 2003 zijn de ECB en de nationale centrale banken zeer actief geweest op het terrein van de econometrische modelbouw. Het modellenkader voor het eurogebied omvat onder meer traditionele macro-econometrische modellen en tijdreeksmodellen alsmede geavanceerde dynamische factormodellen, vector-autoregressieve structuurmodellen en stochastische algemene-evenwichtsmodellen. Dit onderzoek alsmede de samenwerking die daarmee gepaard gaat, wordt thans uitgebreid naar de centrale banken van de toetredende landen.

5.4 CONFERENTIES EN PROGRAMMA'S VOOR GASTONDERZOEKERS

Als onderdeel van een bredere verplichting tot een voortdurende en actieve uitwisseling met de universitaire wereld organiseert de ECB alleen of met anderen een aantal conferenties en workshops over onderwerpen die voor de ECB van bijzonder belang zijn. Deze omvatten thans twee regelmatig terugkerende evenementen. De eerste is de Conferentie van Centrale Bank van de ECB, die om de twee jaar wordt georganiseerd rond een onderwerp dat voor de ECB van bijzonder belang is. De conferentie is bedoeld voor hoge functionarissen van centrale banken, internationale en Europese instellingen, universiteiten en leden van de financiële pers. Van de conferentie wordt een verslag gepubliceerd. Het tweede regelmatig terugkerende evenement is de reeks conferenties van het Internationale Onderzoeksforum Monetair Beleid. De conferenties worden georganiseerd in samenwerking met de Board of Governors

20 Voor nadere informatie over dit netwerk wordt verwezen naar www.eaben.org.

21 Voor nadere informatie over deze projecties wordt verwezen naar "A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises", ECB, juni 2001.

van de Fed, het Centrum voor Financiële Studiën van de Johann Wolfgang Goethe Universiteit (Frankfurt) en het Center for German and European Studies van Georgetown University (Washington, D.C., Verenigde Staten) en zijn gericht op onderzoek met betrekking tot monetaire-beleidsonderwerpen die vanuit mondiaal oogpunt van belang zijn. De tweede conferentie in de reeks is in november 2003 gehouden in het pand van de Board of Governors van de Fed.²²

Contacten met gasten vormen voor de onderzoekers van de ECB een belangrijk kanaal van externe communicatie en externe samenwerking. Om de contacten tussen het personeel van de ECB en de internationale onderzoeksgemeenschap te bevorderen, organiseert de ECB een gastprogramma voor onderzoekers, waarbij erkende onderzoekers die zich bezighouden met onderwerpen die voor de ECB van belang zijn de mogelijkheid wordt geboden gedurende een beperkte periode als gast van het Directoraat-Generaal Onderzoek onderzoek te verrichten. Voorts heeft in 2003 een aantal collega's van de centrale banken van toetredende landen het door hen verrichte analytische werk en onderzoek aan de ECB gepresenteerd. De ECB heeft wederom uitmuntende studenten aan postdoctorale opleidingen bij vooraanstaande universiteiten in staat gesteld een deel van hun onderzoek bij de ECB te verrichten (zie Hoofdstuk 8, paragraaf 2). Ten slotte wordt door externe deskundigen geadviseerd omtrent bepaalde onderwerpen en wordt door externe sprekers bijgedragen aan het uitgebreide programma seminars van de ECB.²³

22 Voor nadere informatie over de conferenties en workshops van de ECB wordt verwezen naar de website van de ECB.

23 Voor nadere informatie over programma's voor gastonderzoekers wordt verwezen naar de website van de ECB.

6 OVERIGE TAKEN EN WERKZAAMHEDEN

6.1 NALEVING VAN HET VERBOD OP MONETAIRE FINANCIERING EN BEVOORRECHTE TOEGANG

Krachtens Artikel 237 (d) van het Verdrag heeft de ECB tot taak toe te zien op de naleving, door de 15 NCB's van het eurogebied en de ECB, van hun verplichtingen uit hoofde van Artikel 101 en 102 van het Verdrag en Raadsverordeningen (EG) Nr. 3603/93 en 3604/93. Die taak wordt uitgevoerd door de Algemene Raad van de ECB. Artikel 101 verbiedt de ECB en de NCB's voorschotten in rekening-courant of andere kredietfaciliteiten aan overheden en instellingen of organen van de Gemeenschap toe te kennen, 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 Algemene Raad ziet de Europese Commissie erop toe dat de lidstaten de bovengenoemde bepalingen naleven.

De Algemene Raad 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 overheidssectoren van andere lidstaten. Krachtens de aanhef 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 vormen.

In 2003 heeft de Algemene Raad twee inbreuken door NCB's van lidstaten op de hierboven omschreven Verdragsbepalingen en aanverwante Raadsverordeningen vastgesteld. In beide gevallen overschreed de hoeveelheid munten die door de NCB's werd aangehouden en waarmee de overheidssector gecrediteerd werd, het plafond van 10% van de in omloop zijnde munten, zoals bepaald bij Artikel 6 van Raadsverordening (EG) Nr. 3603/93. In het

kader van de grote terugstroom van munten naar de NCB's in de aanloop naar de invoering van de euromunten op 1 januari 2002, overschreed Finland het plafond vanaf oktober 2001 en Frankrijk vanaf januari 2002. In het geval van Frankrijk bleef het plafond overschreden tot april 2003, terwijl de situatie in Finland pas in december 2003 werd genormaliseerd. Eind 2003 was de toestand in beide landen derhalve weer volledig onder controle.

6.2 ADVIESFUNCTIES

Krachtens artikel 105, lid 4, van het Verdrag en artikel 4 van de Statuten van het ESCB moet de ECB door de desbetreffende instellingen van de Gemeenschap en de bevoegde nationale autoriteiten²⁴ worden geraadpleegd over voorgenomen communautaire respectievelijk nationale wetgeving op de gebieden die onder de bevoegdheid van de ECB vallen. De grenzen en voorwaarden voor raadpleging van de ECB door nationale autoriteiten omtrent voorgenomen wetgeving zijn vastgelegd in Beschikking 98/415/EG van de Raad van 29 juni 1998.²⁵ Alle adviezen van de ECB worden op de website van de ECB gepubliceerd.²⁶

In 2003 zijn in totaal 32 consultaties geïnitieerd, waarvan 21 door een nationale autoriteit en 11 door de Raad van de EU. Van deze 32 hadden er twee betrekking op betaalmiddelen, vier op statistieken en elf op voorschriften die van invloed kunnen zijn op de stabiliteit van financiële instellingen en markten. Drie con-

24 Conform het aan het Verdrag gehechte Protocol betreffende enkele bepalingen met betrekking tot het Verenigd Koninkrijk van Groot-Brittannië en Noord-Ierland, zijn artikel 105, lid 4, van het Verdrag en artikel 4 van de Statuten van het ESCB niet van toepassing op het Verenigd Koninkrijk. Derhalve is de verplichting de ECB te raadplegen niet van toepassing op de nationale autoriteiten van het Verenigd Koninkrijk.

25 In artikel 2 van deze Beschikking worden de specifieke terreinen genoemd waarop de ECB moet worden geraadpleegd.

26 In 2002 heeft de Raad van Bestuur een beleid vastgesteld waarbij als algemene regel alle door de ECB op verzoek van nationale autoriteiten uitgebrachte adviezen op de website van de ECB worden gepubliceerd in de talen van vaststelling (d.w.z. zowel in het Engels als in de taal van de desbetreffende autoriteit) en wel zes maanden na vaststelling, tenzij zij beleidsrelevant zijn, in welk geval zij onmiddellijk na vaststelling worden bekendgemaakt.

form artikel 105, lid 4, van het Verdrag vastgestelde adviezen dienen apart te worden vermeld: één met betrekking tot het voorstel voor een Richtlijn van de EU inzake beleggingsdiensten en gereguleerde markten, nader beschreven in Hoofdstuk 3, paragraaf 2, en de andere twee met betrekking tot de conceptvoorstellen van de Finse Regering tot wijziging van de Wet op Suomen Pankki.

In het voorstel tot wijziging van de Wet op Suomen Pankki, waarover de ECB een eerste advies²⁷ heeft uitgebracht, werd voorgesteld de bevoegdheid van Suomen Pankki om financiële voorzieningen te treffen te beperken. Voorts werd in het wetsvoorstel voorgesteld om de gehele jaarlijkse winst van Suomen Pankki over te maken aan de Staat, tenzij de Parlementaire Raad van Toezicht anders zou besluiten, en om ongeveer € 740 miljoen van het kapitaal aan de Staat over te dragen, waardoor Suomen Pankki zou worden gedwongen externe reserves te verkopen. De ECB heeft tegen het voorstel bezwaar gemaakt vanwege het gecombineerde effect van de voorgestelde wijzigingen op de financiële positie van Suomen Pankki en het ontbreken van enige wettelijke waarborgen voor de tenuitvoerlegging van de taken ten behoeve van het ESCB, welke tezamen de financiële onafhankelijkheid van Suomen Pankki zouden hebben ondermijnd. In december 2003 is de ECB geraadpleegd over een herzien voorstel van de Regering tot wijziging van de Wet op Suomen Pankki. In het tweede advies heeft de ECB met instemming kennis genomen van het feit dat met het uiteindelijke aan de ECB voorgelegde wetsvoorstel het kapitaal van Suomen Pankki niet werd verminderd. De ECB heeft echter wel aangetekend dat niet geheel werd voldaan aan de vereisten voor financiële onafhankelijkheid en dat het voorstel derhalve nog steeds onverenigbaar was met het Verdrag en de strekking daarvan. Na dit tweede advies is het wetsvoorstel ingetrokken.

Naast de conform artikel 105, lid 4, van het Verdrag vastgestelde adviezen heeft de ECB ook een advies uitgebracht krachtens artikel 48 van het Verdrag betreffende de Europese Unie

met betrekking tot het ontwerp-Verdrag tot vaststelling van een Grondwet voor Europa, dat nader wordt besproken in Hoofdstuk 4, paragraaf 1.1.

De ECB heeft voorts twee adviezen uitgebracht krachtens artikel 112, lid 2b, van het Verdrag en artikel 11.2 van de Statuten van het ESCB. Deze adviezen hadden betrekking op aanbevelingen van de Raad van de EU inzake de benoeming van de nieuwe President van de ECB en een nieuw lid van de Directie van de ECB.

Een lijst van de in 2003 en begin 2004 vastgestelde adviezen is als bijlage in dit Verslag opgenomen.

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 2003 heeft de ECB echter geen beheerstaken verricht, aangezien er aan het einde van 2002 geen saldo uitstond en gedurende 2003 geen nieuwe transacties zijn verricht.

6.4 DIENSTEN INZAKE RESERVEBEHEER

In 2003 is het Eurosysteem begonnen aan de opzet van een nieuw kader voor de bancaire diensten die de leden van het systeem aan centrale banken buiten de EU, monetaire autoriteiten, derde landen en internationale instellingen aanbieden op het terrein van het reservebeheer. De kern van het kader wordt gevormd door een aantal diensten waardoor cliënten in staat zullen worden gesteld hun in euro luidende reserves te beheren via een van de centrale banken

27 CON/2003/22, gepubliceerd op de website van de ECB.

van het eurogebied die ervoor hebben gekozen deze diensten te verlenen. Het nieuwe kader zal cliënten de mogelijkheid bieden onder geharmoniseerde voorwaarden van de desbetreffende diensten gebruik te maken, ongeacht welke centrale bank van het Eurosysteem zij hebben gekozen als dienstverlener. De kenmerken van het nieuwe kader zullen in de eerste helft van 2003 definitief worden vastgesteld en vervolgens in de tweede helft van het jaar ten uitvoer worden gelegd.

Kunstenaar
Gerhard Balder
Titel
Roter Nautilus, 1995
Materiaal
Olieverf op linnen
Afmetingen
70 x 54 cm



HOOFDSTUK 3

FINANCIËLE STABILITEIT EN INTEGRATIE

I FINANCIËLE STABILITEIT

De financiële stabiliteit stond in 2003 hoog op de agenda van internationale Europese instellingen en fora. Op het internationale vlak heeft het Financial Stability Forum wederom een belangrijke bijdrage geleverd aan de vaststelling van de punten waarop, mondiaal gezien, het financiële stelsel kwetsbaar is. Op EU-niveau ging het Economisch en Financieel Comité (EFC) in navolging van een in december 2002 door de Ecofin-Raad genomen besluit over tot het houden van reguliere besprekingen van financiële-stabiliteitsvraagstukken die van belang zijn voor de EU. Binnen het Eurosysteem ging ook de Raad van Bestuur over tot het houden van reguliere besprekingen over de voorwaarden voor financiële stabiliteit in het eurogebied/de EU, daarbij gesteund door werkzaamheden die de ECB in samenwerking met het Comité voor het Bankentoezicht van het ESCB (BSC) had verricht. De resultaten hiervan zijn tevens bedoeld als bijdrage aan gedachtewisselingen op internationaal en Europees niveau.

1.1 HET TOEZICHT OP DE FINANCIËLE STABILITEIT

Het toezicht dat de ECB in samenwerking met het BSC uitoefent op de ontwikkelingen en voorwaarden met betrekking tot de financiële stabiliteit is bedoeld om mogelijke kwetsbare plekken binnen het financiële stelsel van het eurogebied/de EU vast te stellen en de weerbaarheid van dit systeem tegen mogelijke schokken te beoordelen. Hoewel men zich hierbij richt op het financiële stelsel als geheel (banken, niet-bancaire financiële instellingen, financiële markten en de financiële infrastructuur), ligt het zwaartepunt bij banken. Deze instellingen blijven immers het belangrijkste onderdeel uitmaken van het financiële stelsel van het eurogebied/de EU. Voor een juiste beoordeling moet naar zowel conjuncturele als structurele ontwikkelingen worden gekeken.

CONJUNCTURELE ONTWIKKELINGEN

Het financiële stelsel is in 2003 de gevolgen blijven voelen van de financiële onevenwichtigheden die zich in de jaren negentig hebben opge-

stapeld. Het stelsel bleek hiertegen echter wederom bestand, ook als gevolg van de verbetering die in de loop van 2003 in de macro-economische en financiële omstandigheden is opgetreden (zie Hoofdstuk 1 voor nadere gegevens).

De meeste risico's voor de stabiliteit van het Europese financiële stelsel werden gevormd door de erfenis van de nog resterende interne financiële onevenwichtigheden, met name in de bedrijfssector (zie ook Kader 2). De ondernemingen in Europa hebben zich ingespannen om hun balans aan te passen, vooral in die sectoren waar een relatief hoge schuldenlast eerder een bron van zorg was geweest. Zij voerden kostenbesparingen door, schroefden hun investeringen terug en – in bepaalde sectoren zoals die voor telecommunicatie – saneerden hun schulden. Hoewel hierdoor de rentabiliteit globaal verbeterde, waren deze inspanningen niet toereikend om de schuldquote van de totale bedrijfssector omlaag te brengen. Er was evenwel binnen de sector sprake van verschillen, waarbij met name in de telecommunicatiesector verbetering optrad in de financieringsvoorwaarden.

De schuldquote van Europese huishoudens is in 2003 verder opgelopen, hoofdzakelijk omdat als gevolg van de historisch lage rentevoeten en relatief stabiele arbeidsmarktverhoudingen de hypotheekschuld verder steeg. De relatief sterke vraag van huishoudens naar hypotheek bleek onder overigens moeilijke omstandigheden een belangrijke bijdrage te leveren aan het op peil houden van de rente-inkomsten van banken, maar leidde in enkele landen echter ook tot een snelle stijging van de huizenprijzen. Hierin is, gezien de kans op een plotselinge daling van de huizenprijzen, mogelijk een risico gelegen. Over het algemeen echter leken risico's van dergelijke aard vrij beperkt.

De stabiliteit op de financiële markten is in 2003 verbeterd. Na een periode van drie jaar die werden gekenmerkt door een vrijwel onafgebroken daling van de koersen en een uitzonderlijk hoge volatiliteit, begonnen de aandelenmarkten medio maart 2003 aan een herstel en kwam aan de volatiliteit een einde toen de geo-

politieke risico's begonnen te wijken en het vertrouwen in de vooruitzichten van een economisch herstel steeg. Omdat hierdoor het rendementsecart tussen bedrijfs- en overheidsobligaties aanzienlijk afnam en de obligatiehandel aantrok, kregen ondernemingen de ruimte nieuwe aandelen en/of obligaties uit te geven. Deze ontwikkelingen konden tot op zekere hoogte ook worden toegeschreven aan het zoeken naar rendement door beleggers in een omgeving waarin de lange rente een historisch laag niveau had bereikt. De lage rentevoeten in het begin van 2003 verhoogden vooral de druk op bepaalde financiële instellingen, met name verzekeringsinstellingen en pensioenfondsen, vanwege hun effect op de verplichtingen van deze instellingen. Deze druk werd lichter toen in de tweede helft van het jaar de lange rente omhoogging.

Begin 2003 kwam de solvabiliteitspositie van de verzekeringsinstellingen binnen de EU onder grote druk te staan nadat hun winst in de voorgaande drie jaar was geërodeerd als gevolg van de in 2000 ingezette val van de aandelenkoersen en de meer recente neerwaartse druk op de lange rente. De daaropvolgende opleving leek echter verlichting te brengen van de druk op de balans en medio 2003 konden duidelijk tekenen van verbetering worden waargenomen. Niettemin verdween de druk op de solvabiliteitspositie en het inkomen niet volledig, evenmin als de onzekerheid omtrent de mate waarin verzekeringsmaatschappijen kredietrisico zijn aangegaan via de markt voor overdracht van kredietrisico's.

De bancaire sector van de EU bleef veerkrachtig, ook al werd deze sector in 2003 voor het derde achtereenvolgende jaar op de proef gesteld door een benedengemiddelde economische groei. De banken vingende negatieve effecten van het tegenvallende economisch klimaat adequaat op door middel van kostenbesparingen, herstructurering van hun activiteiten en verbetering van hun risicobeleid. De grote banken slaagden erin hun rentabiliteit en solvabiliteitsniveaus in de eerste helft van 2003 te handhaven en zelfs te verbeteren. Relatief lage

voorzieningen voor debiteurenverliezen, kostenbesparingen en een groei van de baten uit financiële-marktactiviteiten droegen alle bij tot een stijging van de rentabiliteit in 2003. Deze ontwikkelingen vonden ook hun weerslag in het toetsingsvermogen van de banken in de EU, dat gunstig bleef. Daarbij dient te worden opgemerkt dat sommige banken hun vermogenspositie eerder te danken hadden aan de verkoop van activa en een beperking van hun naar risico gewogen activa dan aan de uitgifte van nieuwe aandelen of winstreservering.

De ECB heeft in februari 2003 voor de eerste maal een rapport over de stabiliteit van de bancaire sector in de EU gepubliceerd, onder de titel 'EU banking sector stability', en in november van hetzelfde jaar een vervolg daarop uitgebracht. Hierin staan de voornaamste bevindingen van het Comité voor Banktoezicht samengevat met betrekking tot het reguliere toezicht op de stabiliteit van de bancaire sector van de EU.

STRUCTURELE ONTWIKKELINGEN

Doordat de omstandigheden voor de economie en de financiële markten in de afgelopen jaren moeilijk waren, zagen de banken zich gedwongen om efficiencyverbeteringen door te voeren, onder andere door middel van kostenbesparingen en het afstoten van niet-kernactiviteiten. Dit betekende een vertraging of onderbreking van enkele middellange-termijntendenzen die in de voorliggende jaren zichtbaar waren geworden, met name de tendensen tot consolidatie, internationalisering en intermediatie. Deze reacties op het moeilijke investeringsklimaat hielpen de banken over het algemeen weerstand te bieden aan de aanhoudende druk en droegen daarnaast bij tot verbetering van de stabiliteit van het bankwezen voor de middellange en langere termijn.

Internationaliseringstrategieën, met name voor beleggings-, investerings- en handelsactiviteiten, werden regelmatig neerwaarts bijgesteld, terwijl met enkele regio's, zoals Midden- en Oost-Europa, de banden verder werden aangebroken. De banken richtten zich duidelijk op

hun 'thuismarkten', en dan vooral op retail-activiteiten. De regionale grensoverschrijdende bancaire activiteiten, die gezien worden als een natuurlijk verlengstuk van de activiteiten op de thuismarkt, werden echter verder uitgebreid. Het lijkt erop dat de recente internationaliseringsinspanningen in belangrijke mate ingegeven zijn door de concurrentiedruk op de thuismarkt. Zo hadden de uitbreidingsactiviteiten in de afgelopen tijd hoofdzakelijk tot doel om de rentabiliteit te verbeteren door middel van toetreding tot markten waar hogere winstmarges en, relatief gezien, duidelijke voordelen te behalen vallen.

Het consolidatieproces binnen de bancaire sector ging door, zij het in een lager tempo, terwijl daarentegen de concurrentiedruk, ondanks de steeds sterkere concentratie, over het algemeen hoog bleef. De banken bleven kiezen voor een distributiebeleid dat gebaseerd is op het gelijktijdige gebruik van bankfilialen en kanalen op afstand. Dit beleid kan ook gezien worden in het kader van de inspanningen die de banken verrichten om de kwaliteit van de dienstverlening aan de klant te verbeteren. De distributiestrategie van de banken bleef echter draaien om hun netwerken van bijkantoren. Er trad een steeds verdere verschuiving op in de dienstverlening van pure transactieverwerking naar de levering van adviesintensieve, meer complexe en hoogwaardige diensten.

Met betrekking tot hun rol van bemiddelaar, in welke hoedanigheid banken als tussenpersoon fungeren bij het doorsluizen van gelden van aanbieder naar geldnemer, kregen de banken te maken met een daling van de vraag van de zijde van ondernemingen naar kapitaal en de uitgifte van schuldpapier op de kapitaalmarkt. De activiteiten met betrekking tot particulieren bleken echter een stabiele bron van inkomsten te vormen. Met name de particuliere klant ging in het volatiele klimaat van de financiële markt over tot het afstoten van aandelen uit zijn beleggingsportefeuille ten gunste van relatief veilige en liquide deposito's. Tegelijkertijd bleef het niveau van de kredietverlening aan huishoudens tamelijk hoog.

De banken in de EU hebben hun producten en diensten, met name die voor de particuliere klant, uitgebreid. Zij hebben een aantal nieuwe spaarsystemen in hun pakket opgenomen die bestaan uit producten die spaarrendementen koppelen aan een index in combinatie met optiekenmerken, bijvoorbeeld door een ondergrens voor verliezen te hanteren. In sommige landen heeft de particuliere belegger via banken toegang gekregen tot alternatieven voor risicovolle beleggingen, zoals 'hedge funds'. De consument krijgt hierdoor te maken met steeds complexere producten. Als gevolg hiervan hebben de banken hun inspanningen ter vergroting van het vertrouwen van beleggers opgevoerd door middel van organisatorische veranderingen en verbeteringen van de corporate governance-structuur.

Ten slotte verbeterden de banken hun risicobeheer om verhoogd kredietrisico beter te kunnen beheersen en ook met het oog op de komende wijzigingen in de kapitaaleisen (nieuw Bazels Kapitaalakkoord, of Basel II; zie paragraaf 2 van dit hoofdstuk). Tot de wegen die werden bewandeld om tot een betere risicobeheersing te komen behoorde verhoogde deelname aan de markt voor de overdracht van het kredietrisico. Dankzij de instrumenten voor de overdracht van kredietrisico kunnen banken de risico's eenvoudiger opsplitsen en hun kredietrisico effectiever in de hand te houden. De banken hebben deze instrumenten voornamelijk gebruikt om het kredietrisico te verlagen, hoewel zij in enkele gevallen een betere diversificatie van hun beleggingen wisten te realiseren door extra kredietrisico te dragen. De banken hebben ook hun inspanningen opgevoerd om hun weerstandsvermogen tegen bedrijfsrisico's te vergroten.

Voor een uitvoeriger analyse van de belangrijkste structurele ontwikkelingen binnen het bankwezen van de EU wordt verwezen naar 'Structural analysis of the EU banking sector', het in november 2003 door de ECB uitgegeven rapport van het Comité voor Banktoezicht.

1.2 SAMENWERKING IN CRISISSITUATIES

Begin 2003 zijn de centrale banken en de toezichthoudende autoriteiten van de EU een Memorandum of Understanding (MoU) inzake samenwerking in crisissituaties overeengekomen. Dit MoU bestaat uit een reeks uitgangspunten en procedures voor samenwerking in crisissituaties waarbij individuele kredietinstellingen of conglomeraten van banken betrokken zijn, of die het gevolg zijn van verstoringen van de financiële markten en/of marktinfrastructuren die mogelijk implicaties zouden kunnen hebben voor lidstaten. In deze uitgangspunten en procedures staat aangegeven welke nationale autoriteiten verantwoordelijk zijn voor crisisbeheersing, welke informatie moet worden uitgewisseld tussen alle betrokken autoriteiten en ook aan welke praktische voorwaarden dient te worden voldaan om grensoverschrijdende informatie te kunnen delen. In de loop van 2003 is een crisissituatie gesimuleerd om meer inzicht te verschaffen in de wijze waarop het MoU kan worden gebruikt bij het organiseren van samenwerking en informatie-uitwisseling tussen autoriteiten. Deze exercitie leverde uiterst nuttige inzichten op in de verschillende aspecten van grensoverschrijdende samenwerking tussen banktoezichthouders en nationale centrale banken tijdens een financiële crisis.

2 FINANCIËLE REGELGEVING EN TOEZICHT

2.1 HET LAMFALUSSY-KADER

Op basis van de uitkomsten van de openbare consultatie over het rapport van het EFC, getiteld 'EU Arrangements for Financial Regulation, Supervision and Stability', kwam in december 2002 de Ecofin-Raad met de aanbeveling om het voor het effectenwezen reeds ingevoerde nieuwe 'Lamfalussy-kader'¹ naar alle financiële sectoren uit te breiden. De invoering van dit nieuwe kader moet de flexibiliteit en doelmatigheid van het proces van regelgeving verbeteren door een onderscheid te maken tussen primaire wetgeving, die door middel van de gezamenlijke-besluitvormingsprocedure wordt vastgesteld door de Ecofin-Raad en het Europees Parlement (beter bekend als niveau-1-wetgeving), en secundaire wetgeving, die bestaat uit de tenuitvoerlegging van maatregelen die sneller en soepeler kunnen worden aangenomen. Hierdoor kan het regelgevende proces vlotter en doelmatiger inspelen op technologische veranderingen en marktontwikkelingen. Dit nieuwe kader is tevens bedoeld om te voorzien in de behoefte aan efficiënte samenwerking en convergentie van werkwijzen bij het toezicht en om een consistentere uitvoering van EU-regels door de lidstaten te bevorderen.

Het Lamfalussy-kader steunt met name op de betrokkenheid van de regelgevende comités binnen de verschillende financiële sectoren. Deze comités, ook wel niveau-2-comités genoemd, zijn samengesteld uit door de desbetreffende ministers benoemde vertegenwoordigers van de lidstaten. Daarnaast hebben toezichthoudende comités, ook wel niveau-3-comités genoemd, de opdracht gekregen de convergentie van toezichtswerkwijzen te bevorderen ten behoeve van een betere informatie-uitwisseling over onder het toezicht vallende instellingen en om de Commissie van technisch advies te voorzien over conceptuivoeringsmaatregelen.

In november 2003 heeft de Commissie een reeks maatregelen aangenomen ter uitvoering van de aanbeveling van de Raad. Naar aanlei-

ding van die maatregelen is het bestaande Banking Advisory Committee (BAC) omgevormd tot het regelgevende European Banking Committee (EBC) en is een nieuw Committee of European Banking Supervisors (CEBS) ingesteld. Het Comité voor Banktoezicht van het ESCB (BSC) en het CEBS zullen streven naar nauwe samenwerking om overlapping van werkzaamheden te voorkomen. In de verzekeringssector is het bestaande Insurance Committee omgevormd tot het regelgevende European Insurance and Occupational Pensions Committee (EIOPC). Verder is een nieuw Committee of European Insurance and Occupational Pension Supervisors (CEIOPS) opgericht. Op het terrein van financiële conglomeraten is in 2003 het regelgevende Financial Conglomerates Committee (FCC) ingesteld, dat niet bedoeld is om toezicht te houden. De ECB neemt als waarnemer deel aan de regelgevende en toezichthoudende comités, met uitzondering van die voor de verzekeringssector. De ECB is hierdoor overeenkomstig haar institutionele mandaat in staat mede vorm kunnen geven aan de regelgeving en het toezicht met betrekking tot de financiële instellingen in de EU.

2.2 HET BANKWEZEN

Op het terrein van de regelgeving voor het bankwezen heeft 2003 volledig in het teken gestaan van de herziening van het kader voor minimale kapitaalvereisten en de voorbereiding van het Nieuwe Bazels Kapitaalakkoord. De ECB, die als waarnemer deelneemt aan de relevante comités, heeft daarbij in het verslagjaar wederom mede gestalte gegeven aan het nieuwe kader.

Op internationaal niveau heeft het Bazels Comité voor Banktoezicht (BCBS) op verschillende terreinen aanzienlijke vooruitgang geboekt. Ten eerste heeft dit Comité in mei 2003 zijn derde kwantitatieve-effectenstudie (beter bekend als QIS3) afgerond, dat bedoeld

¹ '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.

is om de algemene gevolgen van de nieuwe regels voor de minimale kapitaalvereisten te meten en te kwantificeren. Dit onderzoek omvatte banken uit 43 landen, ruimschoots meer dus dan het aantal dat vertegenwoordigd is in het BCBS. De belangrijkste bevindingen waren bemoedigend omdat zij strookten met de doelstelling van het BCBS om de risicogevoeligheid van de kapitaalvereisten te verhogen, maar tegelijkertijd het totale niveau van de huidige kapitaalvereisten globaal ongewijzigd te laten. Ten tweede heeft het BCBS twee openbare consultaties gehouden. De 'derde raadplegende nota' is in april 2003 verschenen en de commentaren daarop zijn in augustus van hetzelfde jaar gepubliceerd. De resultaten van deze openbare consultatie bevestigden dat de opzet van het nieuwe Akkoord kan rekenen op brede steun alsook dat de invoering van een risicogevoeliger kader noodzakelijk is. De tweede publieke consultatie is in oktober gehouden en betrof wijzigingsvoorstellen met betrekking tot de behandeling van verwachte versus onverwachte verliezen volgens de op interne risico-beoordelingen gebaseerde benadering van het nieuwe Akkoord. Daarnaast heeft het BCBS mogelijkheden gezien voor verdere verbetering op het terrein van securitisatie, creditcardverplichtingen en bepaalde technieken voor verlagening van het kredietrisico. De werkzaamheden in dit verband zijn nog niet afgerond. Het derde terrein waarop het BCBS aanzienlijke vooruitgang heeft geboekt was dat van de analyse van vraagstukken inzake de tenuitvoerlegging van het nieuwe Akkoord. De nationale wetgeving zal hieraan worden aangepast. Aan deze vraagstukken is door het BCBS in toenemende mate aandacht besteed via de Accord Implementation Group. Het Comité heeft ook een document vrijgegeven waarin de basisuitgangspunten uiteengezet staan voor de grensoverschrijdende invoering van de nieuwe kapitaaleisen.

In haar reactie op de derde raadplegende nota die in september 2003 op haar website verscheen, heeft de ECB wederom benadrukt de hervormingen van het Basel II Akkoord te steunen en onderkend dat er vooruitgang was

geboekt. Naast haar bijdrage met betrekking tot enkele technische aangelegenheden heeft de ECB zich, naast toekomstige prioriteiten, gericht op vraagstukken die speciale aandacht voor voltooiing van het nieuwe Akkoord en invoering van de nieuwe regels wettigen. De ECB heeft met instemming kennisgenomen van de voorstellen om de potentiële procyclische effecten aan te pakken en aangegeven dat er nog ruimte voor verbetering was door banken sterker te motiveren om voor een geavanceerder risicobeheersingsbeleid te kiezen. De ECB legde in het bijzonder de nadruk op het belang van tijdige voltooiing en invoering van het nieuwe Akkoord. Met de blik meer op de toekomst gericht onderstreepte de ECB de noodzaak van nauwlettende bewaking van het nieuwe regime om maximaal inzicht te krijgen in alle mogelijke implicaties ervan. De ECB benadrukte tevens de noodzaak voorrang te verlenen aan de verdere uitwerking van de administratieve verantwoording en het voorzieningenbeleid, alsook van de definitie van eigen vermogen en de convergentie van toezichtswerkwijzen.

Op EU-niveau is de volgens het Financial Services Action Plan (FSAP; zie paragraaf 3 van dit hoofdstuk) uitgevoerde hervorming van het reglementaire kader voor het toetsingsvermogen nauw in de pas gebleven met het Bazels hervormingsproces, zonder dat daarbij de Europese bijzonderheden uit het oog werden verloren. In juli 2003 heeft de Europese Commissie met het oog op een openbare consultatie een derde werkdocument gepubliceerd tezamen met een analyse van de uitkomsten van de derde kwantitatieve-effectenstudie (QIS3). Tot de significante kenmerken van het EU-verband behoren de reikwijdte van de nieuwe regels, de aard van het EU-kader, de behandeling van kleine en middelgrote ondernemingen en de geschiktheid van het kader voor kleine en minder complexe banken. Evenals de conclusies van het BCBS ondersteunden ook de bevindingen van de Europese Commissie ten aanzien van de QIS3, die tegelijk met de derde reeks van ter consultatie voorgelegde voorstellen werden gepubliceerd, de belangrijkste doelstellingen van de

hervorming. Bovendien heeft de Europese Commissie in april 2003 twee specifieke documenten ter consultatie vrijgegeven, één over vastgoedleningen en één over de behandeling van gedekte obligaties, en het daarop ontvangen commentaar vervolgens gepubliceerd.

De ECB heeft commentaar geleverd op de voorstellen van de Europese Commissie inzake het kapitaalkader van banken en beleggingsondernemingen. De ECB heeft verklaard de op EU-niveau verrichte inspanningen te steunen en er veel belang aan te hechten dat het nieuwe Akkoord van Basel en het herziene EU-kader met elkaar in overeenstemming waren en gelijktijdig werden voltooid en ingevoerd.

2.3 EFFECTEN

In 2003 is goede voortgang geboekt met enkele initiatieven om de hiaten in de Europese wetgeving inzake de effectenmarkten op te vullen en bestaande regels te actualiseren. De ECB heeft aan de totstandkoming van de desbetreffende regels bijgedragen in het kader van zowel voorbereidende besprekingen in de daarvoor geëigende EU-comités als formele raadplegingen.

Binnen de context van het FSAP zijn twee Richtlijnen aangenomen, terwijl twee andere het stadium van voltooiing dichterbij genaderd zijn. In januari 2003 is de Richtlijn Marktmissbruik aangenomen, die voorziet in geharmoniseerde regels ter voorkoming van handel met voorkennis en marktmanipulatie, en in juli 2003 is de Prospectus Richtlijn geïntroduceerd, die voorziet in een Europese licentie voor emittenten van effecten. In maart 2003 heeft de Europese Commissie in haar conceptrichtlijn inzake transparantie de meldingscriteria uiteengezet voor op de gereguleerde markten genoteerde emittenten. In december is door de Ecofin-Raad een gemeenschappelijk standpunt aangenomen met betrekking tot het voorstel tot een nieuwe richtlijn voor markten in financiële instrumenten. Deze richtlijn zou in de plaats moeten komen van de bestaande Investment Service Directive uit 1993.

In haar advies met betrekking tot de voorgestelde nieuwe Richtlijn heeft de ECB aangegeven met instemming te hebben kennisgenomen van de uitgangspunten van het regelgevende kader. Volgens de ECB zou de voorgestelde richtlijn, mits doeltreffend uitgevoerd, de integratie van de Europese effectenmarkten bevorderen. Meer in het bijzonder heeft de ECB met betrekking tot het nieuwe reglementaire kader inzake de uitoefening van de effectenhandel verklaard positief te staan tegenover de voorgestelde aanscherping van de regels ter bevordering van openheid als middel om versplintering van de markt tegen te gaan en beleggers in staat te stellen de meest efficiënte handelsplaatsen te kiezen. De ECB heeft evenwel benadrukt dat de nieuwe transparantieregels zowel op obligaties als op aandelen zouden moeten worden toegepast, en dat voorzien zou moeten worden in de middelen die een volledige vergelijking van alle marktprijzen mogelijk maken.

2.4 ANDERE AANGELEGENHEDEN

Het EU-kader van normen voor waardering en resultaatbepaling heeft centraal gestaan in een discussie naar aanleiding van de wettelijke verplichting dat in 2005 alle beursgenoteerde Europese ondernemingen, banken inbegrepen, hun geconsolideerde jaarrekeningen dienen op te stellen in overeenstemming met de *International Accounting Standards* (IAS). De ECB heeft grote belangstelling voor deze discussie omdat de hervormingen met betrekking tot waardering en resultaatbepaling verstrekkingen zullen hebben voor het bankwezen en de financiële sector. Verder zullen geharmoniseerde kwaliteitsnormen een aanzienlijke bijdrage leveren tot de integratie en efficiëntie van de financiële markten in het eurogebied.

De belangstelling van de ECB is ook ingegeven door de bezorgdheid dat de in de IAS-voorstellen genoemde bredere toepassing van reële waarde op financiële instrumenten aanzienlijke gevolgen zou kunnen hebben voor de financiële stabiliteit. In een schrijven aan de IAS Board en de Europese Commissie heeft de Raad van

Bestuur, met name in het licht van analyses die op het terrein in kwestie sinds 2001 zijn uitgevoerd, wederom haar bezorgdheid geuit over de mogelijke gevolgen voor de financiële stabiliteit indien reële waarde als waarderingsprincipe wordt ingevoerd voor alle financiële instrumenten. Deze bezorgdheid geldt met name de voltooiing van de IAS 39, die handelt over de herkenning en meting van financiële instrumenten.

Vanwege het groeiende aantal hervormingen dat wordt doorgevoerd in nationale toezichtsstructuren heeft de ECB in juni 2003 een rapport getiteld 'Developments in nationaal supervisory structures' gepubliceerd. Dit rapport biedt een momentopname van de belangrijkste veranderingen die in de voorliggende periode op dit terrein hadden plaatsgevonden, samen met de daaruit voortvloeiende institutionele kaders binnen de EU en de toetredende landen.

3 FINANCIËLE INTEGRATIE

Het ESCB streeft naar integratie van de Europese financiële markten en marktinfrastructuur omdat deze van cruciaal belang zijn voor de monetaire-beleidstransmissie en de financiële stabiliteit en omdat de beoogde integratie zal bijdragen tot het creëren van gelijkwaardige concurrentievoorwaarden voor alle economische subjecten ongeacht hun locatie binnen de EU. Daarnaast stelt Artikel 105 van het Verdrag dat het ESCB onverminderd het doel van prijsstabiliteit het algemene economische beleid in de Gemeenschap ondersteunt, waarin financiële integratie een prominente rol inneemt. Deze ondersteuning biedt het ESCB door middel van directe acties, door te fungeren als katalysator voor collectieve acties en door bijdragen te leveren tot de bewustwording van het belang van de nagestreefde integratie en de middelen om de nagestreefde integratie te realiseren.

In 2003 heeft de ECB haar inspanningen ten behoeve van een brede integratie van Europa's financiële stelsels geïntensiveerd, zowel door middel van eigen activiteiten als door deelname aan comité's en fora van andere Europese instellingen.

DE BIJDRAGE VAN DE ECB AAN DE STRATEGIE VAN DE EU INZAKE DE FINANCIËLE DIENSTVERLENING

Het huidige kader van regelgeving ten behoeve van een meer geïntegreerd en efficiënter financieel stelsel in de EU is gebaseerd op het in 1999 opgestelde actieplan voor de financiële dienstverlening (Financial Services Action Plan, of FSAP) en op een regelgevingsproces waartoe de aanzet werd gegeven door het Lamfalussy-rapport uit 2001. Dit kader zal naar verwachting voor het eerst op hoog niveau worden beoordeeld in de zomer van 2004.

Zoals door de staatshoofden en regeringsleiders tijdens de in maart 2003 gehouden Europese Raad van Brussel is overeengekomen, zullen de meeste wettelijke maatregelen die in eerste instantie in het FSAP zijn overwogen in april 2004 zijn aangenomen. Het Europees Parlement zal dan in reces gaan en verdere werk-

zaamheden op wetgevingsterrein zullen worden opgeschort. Aan verschillende belangrijke initiatieven wordt nog gewerkt. Het Lamfalussy-proces wordt momenteel uitgebreid naar andere financiële sectoren (zie paragraaf 2.1 van dit hoofdstuk). Wanneer dit proces eenmaal volledig en succesvol is ingevoerd zal de regelgevingsstructuur van het Europese financiële stelsel vlotter en doelmatiger functioneren dan thans het geval is.

Hoewel in de afgelopen jaren fundamenteel vooruitgang is geboekt, moet er voor verdere integratie van het Europese financiële stelsel nog veel gebeuren. Onlangs zijn nieuwe initiatieven van de EU gelanceerd ter bepaling van een post-FSAP-strategie, waarvoor nauwe samenwerking van alle betrokkenen is vereist.

De ECB is nauw betrokken geweest bij deze werkzaamheden en heeft haar zienswijzen kenbaar gemaakt in de vorm van adviezen, bijvoorbeeld over het voorstel voor de nieuwe richtlijn inzake markten voor financiële instrumenten (zie ook paragraaf 2.3 van dit hoofdstuk), en via deelname aan de verschillende fora waar over de desbetreffende kwesties wordt overlegd. Meer in het bijzonder bieden volgens de ECB de FASP-maatregelen het belangrijkste juridische kader voor de financiële dienstverlening in de gemeenschappelijke markt. Het potentieel voor verdere financiële integratie binnen dit kader biedt mogelijkheden en uitdagingen voor zowel overheden als marktdeelnemers.

De ECB is van mening dat de overheden van alle lidstaten de FSAP-maatregelen op een samenhangende wijze dienen in te voeren. De uitbreiding van het Lamfalussy-proces maakt een verdere harmonisering van de technische regels mogelijk. Dit moet mede leiden tot een gemeenschappelijk reglementair kader voor marktdeelnemers, dat, wanneer nodig, ook snel kan worden bijgesteld. Verder zullen met het vorderen van de integratie de transmissiekanalen voor systeemrisico waarschijnlijk veranderen. Dit geeft het belang aan van een intensievere samenwerking en informatieuitwisseling

tussen de toezichthouders en de centrale banken ter bevordering van een gedegen kader voor toezicht en financiële stabiliteit.

Ter aanvulling op overheidsinitiatieven dienen de marktdeelnemers hun rol in de financiële integratie binnen de EU uit te breiden door middel van collectieve acties op twee belangrijke terreinen. Zij behoren ten eerste effectief deel te nemen aan het beleidsvormingsproces via uitgebreide consultatieprocedures op EU-niveau. Ten tweede is collectieve actie van de marktdeelnemers, mogelijk met ondersteuning van de overheid, op het terrein van marktpraktijken en productstandaardisering evenzeer wenselijk.

DE ECB ALS STIMULATOR VAN SAMENWERKING TUSSEN DE MARKTDEELNEMERS

Buiten de samenwerkingsverbanden met andere publieke overheden werkt de ECB ter bevordering van gemeenschappelijke acties ook samen met de particuliere sector. Het Short-Term European Paper-initiatief (het STEP-initiatief) en de activiteiten van de European Financial Markets Lawyers Group (EFMLG²) zijn hiervan twee voorbeelden.

De ECB huldigt en steunt het STEP-initiatief, waaraan thans onder auspiciën van de ACI, de Financial Markets Association, uitvoering wordt gegeven. Dit initiatief beoogt de versplinterde Europese markten voor kortlopend schuld papier te integreren en de ontwikkeling daarvan te bevorderen.

De ECB is verzocht om in het kader van dit initiatief eenzelfde leidende rol te spelen als destijds bij de totstandkoming van de EONIA. De ECB heeft in dit verband op verzoek van de deelnemers uit de particuliere sector een openbare consultatie gehouden over de middelen om tot verdere integratie van het marktsegment in kwestie te komen.

STEP moet leiden tot een *de facto* geïntegreerde 'wholesale'-markt voor kortlopend schuld papier. Om deze doelstelling te bereiken, helpt STEP bestaande marktpraktijken op basis van

marktafspraken te convergeren binnen de bestaande Europese en nationale wetskaders. Dit initiatief gaat daarbij uit van de vrijwillige deelname van emittenten die bereid zijn om aan bepaalde in de marktafspraken neergelegde voorwaarden te voldoen om in aanmerking te komen voor een STEP keurmerk voor hun uitgifteprogramma's. Deze voorwaarden zouden niet in de plaats komen of een wijziging inhouden van de bestaande nationale regelgevingen, maar bedoeld zijn als aanvulling daarop. Kredietinstellingen, andere financiële instellingen (met inbegrip van emittenten van effecten met activa als onderpand), vennootschappen en overheden zouden alle het recht hebben het STEP-keurmerk voor hun uitgifteprogramma aan te vragen.

De EFMLG, een in 1999 opgericht overlegorgaan dat als doel heeft initiatieven tot verdergaande harmonisatie van de activiteiten (wetgeving en marktpraktijken) van de Europese financiële markten na de introductie van de euro te bespreken en te bevorderen. In de EFMLG hebben hooggeplaatste juristen van in de EU gevestigde kredietinstellingen zitting die daartoe op basis van hun persoonlijke expertise zijn uitgezocht. Recentelijk heeft de EFMLG ondersteuning en assistentie verleend aan de ACI met betrekking tot de juridische aspecten van het STEP-initiatief. Daarnaast houdt de EFMLG zich bezig met het ruimen van wettelijke barrières voor het grensoverschrijdende gebruik van onderpand, de juridische aspecten van salderingsregelingen in de EU, de harmonisatie van het juridische kader voor eigendomsrechten ter zake van girale effecten en de dematerialisatie van effecten, ofwel het proces waarbij effecten in plaats van fysiek alleen maar elektronisch worden geëmitteerd.

HET GEMEENSCHAPPELIJK EUROBETALINGSGBIED

In 2002 is het Eurosysteem een samenwerkingsmodel overeengekomen met de European Payments Council (EPC). Dit is een door het

2 Nadere informatie over het EFMLG is beschikbaar op www.efmlg.org.

Europese bankwezen ingestelde raad die tot taak heeft een regio te vormen waarbinnen de euro het gemeenschappelijke betaalmiddel is in het betalingsverkeer, oftewel een Single Euro Payments Area (SEPA), en waarbinnen verschillen ten aanzien van het niveau van dienstverlening tussen het nationale en het grensoverschrijdende retail-betalingsverkeer in 2010 moeten zijn geëlimineerd.

De ECB heeft als waarnemer deelgenomen aan de plenaire EPC – het besluitvormende lichaam van de EPC – en aan de EPC-werkgroepen voor chartaal geld, betaalkaarten, *straight-through processing* (rechtstreekse verwerking van betalingsopdrachten, of STP) en de infrastructuur. Het Eurosysteem heeft de resultaten van de inspanningen van het bankwezen met betrekking tot de SEPA beoordeeld in een voortgangsrapport dat in juni 2003 onder de titel ‘Naar een gemeenschappelijk eurobetalingsgebied.’ is gepubliceerd. In dit rapport verklaart het Eurosysteem de genomen besluiten en de algemene toezeggingen van de EPC volledig te ondersteunen. De introductie door de European Banking Association, een samenwerkingsverband tussen in de EU gevestigde zakenbanken en filialen van buiten de EU gevestigde banken, betekende een mijlpaal. STEP 2 is een nieuw systeem voor grensoverschrijdend retail-kavelbetalingsverkeer (momenteel alleen creditbetalingen) en de eerste *service provider* voor een pan-Europees geautomatiseerd verwerkingsinstituut (PE-ACH). Het bereik van STEP 2 in termen van het aantal banken dat een betaling via het PE-ACH kan ontvangen – de *receiver capability* – is geleidelijk uitgebreid en omvat thans alle banken binnen de EU. Hierdoor is het marktaandeel van dit systeem in creditbetalingen binnen de EU gegroeid.

Het voortgangsrapport heeft echter tevens duidelijk gemaakt dat het Eurosysteem regelgevende maatregelen zou overwegen in aanvulling op zijn rol als katalysator, als de banken onvoldoende voortgang mochten boeken met het creëren van een SEPA. Het Eurosysteem benadrukte met name het belang van de invoering van pan-Europese normen voor STP als

randvoorwaarde voor de vestiging van een SEPA voor alle betalingsinstrumenten.

In zijn voortgangsrapport maakt het Eurosysteem melding van bepaalde indicatoren (bekend als SEPA-indicatoren) waarmee de voortgang van de realisatie van een SEPA wordt afgemeten aan de eigen doelstellingen en mijlpalen van de EPC. In de tweede helft van 2003 zijn de EPC en het Eurosysteem een rapportagekader voor deze SEPA-indicatoren overeengekomen, dat ook voorziet in kwartaalrapportage door de EPC aan het Eurosysteem. Uit het eerste verslag, dat eind 2003 ter beschikking kwam, bleek dat op verschillende terreinen voortgang was geboekt, zoals met de invoering van IBAN (een systeem van internationale bankrekeningnummers) en een basiskredietbetalingsdienst (Credeuro) die een verwerkingssnelheid van drie dagen garandeert.

In oktober 2003 heeft de ECB in samenwerking met de EPC een workshop over de SEPA georganiseerd met als doel de toetredende landen in het SEPA-proces te betrekken. Daarnaast zijn in de loop van het jaar in COGEPs³-verband bijeenkomsten belegd met EU-marktdeelnemers, waar aangelegenheden betreffende zowel kleine als grote betalingen aan de orde kwamen. Het Eurosysteem heeft, gezien de wederzijds complementaire rol van de twee instellingen in de wegbereiding voor de SEPA, gedurende het gehele verslagjaar nauw samengewerkt met de Europese Commissie. De ECB heeft in deze context gereageerd op de openbare consultatie van de Europese Commissie over een ‘Nieuw Rechtskader voor het Betalingsverkeer op de Interne Markt’.

CONSOLIDATIE VAN DE EUROPESE EFFECTENAFWIKKELINGSSYSTEMEN

Het Eurosysteem heeft veel belang bij de integratie van de afwikkelingsstructuur voor effectentransacties op EU-niveau. Het consolidatieproces binnen de effectenafwikkelingssector in de EU heeft in 2003 voortgang geboekt door de fusie tussen twee grote verwerkingsinstellingen

3 Contact Group for Euro Payments Strategy.

MAATSTAVEN VOOR DE INTEGRATIE VAN DE FINANCIËLE MARKTEN IN HET EUROGEBIED

Voor de meting van het integratieniveau van de financiële markten in het eurogebied kunnen verschillende kwantitatieve maatstaven worden gehanteerd. Dit Kader bevat een beknopte beschrijving van enkele van deze maatstaven en een schatting van het integratieniveau van de verschillende financiële markten in het eurogebied.¹

Met behulp van maatstaven voor financiële integratie kan worden bepaald in hoeverre geografische aspecten van invloed zijn op de prijs van financiële instrumenten en het gedrag van de marktdeelnemers. Enkele van deze maatstaven zijn gebaseerd op de wet van de eenvormige prijs. Zij toetsen of activa die in alle eurolanden verkrijgbaar en daardoor onderling vergelijkbaar zijn overal in het eurogebied tegen dezelfde prijs worden verhandeld. Andere maatstaven schatten het relatieve belang van gemeenschappelijke factoren die in het eurogebied de prijsstelling mede bepalen in tegenstelling tot idiosyncratische factoren (met name landspecifieke factoren). Verder worden sommige maatstaven gebruikt om de effecten van fricties die optreden in grensoverschrijdende beleggingen te kwantificeren.

Over het algemeen laten de meeste maatstaven zien dat de mate van integratie op de verschillende financiële markten nog steeds varieert. Terwijl de integratie in bepaalde geldmarktsegmenten al vergevorderd is, geldt dit in mindere mate voor de obligatie- en aandelenmarkten.

Er is nog geen sprake van volledige convergentie van de rendementen op overheidsobligaties waarvan het kredietrisico min of meer gelijk of – in sommige gevallen – identiek is en waarvan de looptijd en andere uitgiftekenmerken onderling overeenkomen. Dit is mogelijk deels toe te schrijven aan het verschil in liquiditeit tussen de primaire en de secundaire markt of aan de mate waarin de derivatenmarkten zich ontwikkelen in relatie tot de verschillende obligatiemarkten.

Het niveau van integratie van de aandelenmarkten is niet bijzonder hoog, alhoewel de aandelenrendementen steeds meer lijken te worden bepaald door factoren die in het gehele eurogebied een rol spelen. Tegelijkertijd is de neiging van beleggers om een onevenredig hoog percentage van hun aandelenbezit in binnenlandse fondsen aan te houden in de afgelopen jaren aanmerkelijk afgenomen. Er moeten evenwel nog verschillende aanzienlijke obstakels voor verdere integratie van de aandelenmarkten worden geruimd. Hiertoe behoren bijvoorbeeld het feit dat de desbetreffende regelgeving van land tot land kan verschillen en de enorme versnippering van de afwikkelingsystemen binnen het eurogebied.

De kredietmarkten blijven aanmerkelijk versnipperd. Zo blijft het accent bij de kredietverlening aan en kredietopneming door niet-financiële ondernemingen en huishoudens voornamelijk geconcentreerd op de thuishmarkt. Enkele van deze voorkeuren zijn ‘natuurlijk’, wat wil zeggen dat hierbij het voordeel van de nabijheid en informatieasymmetrie een rol spelen; andere zijn voornamelijk het gevolg van door regelgeving opgeworpen hindernissen, zoals belastingregels, faillissementsrecht enz.

¹ Zie voor nadere gegevens over deze maatstaven het artikel getiteld ‘De integratie van de financiële markten in Europa’ in het ECB-Maandbericht van oktober 2003.

NETWERK VOOR ONDERZOEK OP HET GEBIED VAN DE KAPITAALMARKTEN EN DE FINANCIËLE INTEGRATIE BINNEN EUROPA

In april 2002 hebben de ECB en het Center for Financial Studies (CFS) een Onderzoeksnetwerk ingesteld ter bevordering van het onderzoek op het gebied van de kapitaalmarkten en de financiële integratie in Europa. Dit netwerk is bedoeld om beleidsrelevant onderzoek door universitaire wetenschappers en onderzoekers werkzaam bij beleidsinstellingen te stimuleren en te coördineren en aldus een belangrijke bijdrage te leveren tot het inzicht van de ECB in de huidige en toekomstige structuur en integratie van de financiële stelsels in Europa en de koppelingen daarvan met de financiële stelsels in de Verenigde Staten en Japan. Nadere informatie hierover is te vinden op de website van dit netwerk (www.eu-financial-system.org). Tijdens de eerste workshop van dit netwerk, die in april 2002 bij de ECB werd gehouden, stond de vaststelling van de agenda centraal en werd besloten dat aan de volgende vijf onderzoeksonderwerpen prioriteit zou worden gegeven: (1) de bancaire concurrentie en de geografische reikwijdte van de bancaire activiteiten; (2) de keuzemogelijkheden voor een internationale beleggingsportefeuille en de koppelingen tussen de beleggingsmarkten in Europa, de Verenigde Staten en Japan; (3) de Europese obligatiemarkten; (4) de Europese effectenafwikkelingsystemen; en (5) de opkomst en ontwikkeling van de financiering van beginnende ondernemingen en nieuwe markten in Europa. Tijdens de tweede workshop, die in maart 2003 onder het gastheerschap van Suomen Pankki (de Bank van Finland) in Helsinki werd gehouden, stonden de eerste twee onderwerpen op het programma. Het derde onderwerp stond centraal tijdens de derde workshop, bij de Bank van Griekenland in Athene in november 2003, terwijl bij die gelegenheid ook gesproken is over de onderwerpen vier en vijf¹. In het kader van dit onderzoeksnetwerk heeft de ECB tevens het 'Lamfalussy Fellowship' programma aangenomen, dat vernoemd is naar de eerste President van het EMI. Dit programma steunt jonge onderzoekers die zich richten op genoemde terreinen. De periode van twee jaar waarin aan het Onderzoeksnetwerk is gewerkt zal in mei 2004 worden afgerond met een symposium bij de ECB in Frankfurt. Daar zullen de belangrijkste resultaten worden gepresenteerd. Uit enkele van deze resultaten blijkt in de eerste plaats dat zakenbanken bepaalde intrinsieke kenmerken van het traditionele krediet- en depositobedrijf als hindernis ervaren bij de grensoverschrijdende uitbreiding van hun activiteiten, zelfs in het gemeenschappelijk eurobetalingsgebied. Ten tweede blijkt uit sommige theoretische onderzoeken dat de toezichtsstructuren mogelijk niet neutraal staan tegenover verdere integratie van het Europese bankwezen. Ten derde zijn er steeds meer tekenen die erop wijzen dat de invoering van de euro heeft bijgedragen tot verlaging van de kapitaalkosten in het eurogebied. Ten vierde kan een te sterke verticale integratie van handels- en effectenafwikkelingsystemen een belemmering betekenen voor een efficiënte consolidatie van de laatstgenoemde systemen. Ten slotte speelt de toenemende globalisering van ondernemingsactiviteiten een rol in de wereldwijd waargenomen groeiende correlatie tussen aandelenopbrengsten.

¹ In oktober 2002 heeft de ECB ook de Second Central Banking Conference gehouden met als thema *The transformation of the European financial system*. Voor een verslag hiervan wordt verwezen naar de website van de ECB, zie V. Gaspar, P. Harmsen en O. Sleijpen (red.), juni 2003.

die als centrale tegenpartij optreden, Clearnet en London Clearing House. De in 2002 tot standgekomen fusie tussen de effectenafwikkelingssystemen Euroclear en CrestCo, die de transacties afwickelen voor de aandelenbeurzen die worden bediend door Clearnet en London Clearing House, betekende een verdere stap in de richting van een meer geïntegreerde afwikkelingsstructuur voor effectentransacties in de EU.

STATISTISCHE GEGEVENS OVER DE MATE VAN INTEGRATIE VAN DE FINANCIËLE STELSELS BINNEN HET EUROGEBIED

In 2003 kwamen nadere statistische gegevens beschikbaar voor de beoordeling van de mate van integratie van de financiële stelsels binnen het eurogebied. In Kader 9 staan enkele van de maatstaven beschreven die hierbij worden gehanteerd. Verder heeft het Eurosysteem in samenwerking met universitaire onderzoekers onderzoek in gang gezet naar het niveau van integratie van de financiële stelsels binnen het eurogebied (zie Kader 10).

De ECB is bezig met de ontwikkeling van een aantal sleutelindicatoren voor het bankwezen van het eurogebied waarmee de mate van integratie van het stelsel kan worden gemeten. Deze indicatoren zijn samengesteld op basis van de gegevens die de MFI's ieder kwartaal over aandelen verstrekken. Zij bieden directe maatstaven voor grensoverschrijdende bancaire activiteiten binnen het eurogebied. Naast de traditionele meting van het aandeel van grensoverschrijdende activiteiten, zijn deze indicatoren ook gericht op de spreiding van deze activiteiten, de centrale rol die hierbij door de nationale bankstelsels wordt gespeeld en de discrepanties tussen de nationale bankstelsels op het punt van toegankelijkheid. De indicatoren laten zien dat het aandeel van grensoverschrijdende retail-bankactiviteiten bescheiden is (zie Kader 1), terwijl dat van de interbancaire markt voor deposito's belangrijker is en in omvang toeneemt. Hierbij zij echter aangetekend dat de banken zich bij deze grensoverschrijdende activiteiten steeds neutraler opstellen tegenover de geografische locatie van

tegenpartijen binnen het eurogebied. Dit geldt in gelijke mate voor zowel het retail-segment als het wholesale-segment.

Dankzij de nieuwe geharmoniseerde MFI-rentestatistieken, die voor het eerst in december 2003 werden gepubliceerd, kunnen de bancaire rentetarieven voor deposito's en leningen nu op basis van geharmoniseerde gegevens worden vergeleken (zie Hoofdstuk 2, paragraaf 4). Deze nieuwe maandstatistieken dragen bij tot een juiste beoordeling van de convergentie ten behoeve van een gemeenschappelijke Europese financiële markt voor deposito's en komen de transparantie van het bankwezen in het eurogebied ten goede. De door de ECB geproduceerde statistieken met betrekking tot de financiële markten bevatten tevens prijs- en volume-indicatoren voor de geld-, obligatie- en aandelenmarkten alsook volatiliteit- en convergentie-maatstaven voor alle marktsegmenten van het eurogebied.

4 TOEZICHT OP DE INFRASTRUCTUUR VAN MARKTEN

Tot de statutaire taken van het Eurosysteem behoort het uitoefenen van toezicht ('oversight') op betalingssystemen en clearing- en afwikkelingsystemen voor effectentransacties. Het doel van deze taak is te zorgen dat de algehele organisatie van de betalingsstromen binnen de economie doelmatig en veilig is. Daarbij gaat het vooral om het minimaliseren van systeemrisico's uit hoofde van storingen in betalings- en effectenafwikkelingsystemen en uit hoofde van besmettingsgevaar wanneer een deelnemer aan het systeem betalingsproblemen ondervindt.

Daarnaast stelt het Eurosysteem een algemeen belang in andere infrastructuren waarin de overboeking van effecten wordt verzorgd, zoals effectenafwikkelingsystemen, omdat storingen bij de overdracht van onderpand de uitvoering van het monetaire beleid en de goede werking van betalingssystemen in gevaar zou kunnen brengen. Aangezien de overdracht van effecten geschiedt door middel van 'levering-tegen-betaling', waarbij de overdracht en de bijbehorende contante betaling tegelijk worden afgewikkeld, kan een storing in een effectenafwikkelingsysteem zich uitbreiden naar betalingssystemen. Ook kan de afwikkeling van een effectentransactie worden verhinderd wanneer een centrale tegenpartij de clearing voor de transactie niet kan verrichten. In het kader van deze algemene belangstelling heeft de ECB in 2003 vergaderd met de European Central Securities Depositories Association over recente ontwikkelingen die van belang zijn voor instanties die afwikkelingsdiensten verlenen. Voorts heeft het eurosysteem bij de Contactgroep Infrastructuren Euro-effecten gesproken over zijn onderpandskader, waaraan in 2003 een openbare raadpleging is gewijd, alsook ontwikkelingen op het gebied van kortlopende effecten, indirecte koppelingen ('relayed links')⁴ en effectentransacties met marktdeelnemers. Bijzonderheden omtrent de marktinfrastructuur zijn voorhanden in de vorm van de ECB-publicatie 'Payment and securities settlement systems in the European Union', beter bekend als het 'Blauwe Boek'⁵.

De toezichtsfunctie van het Eurosysteem strekt zich uit van systemen voor zeer grote ('hoogwaardige')

betalingen en de beheerders van de netwerken waarvan die systemen afhankelijk zijn, tot laagwaardige ('retail-') betaaldiensten en andere activiteiten die potentieel van invloed zijn op de goede werking van het betalingsverkeer in het eurogebied.

4.1 HET TOEZICHT OP (DE INFRASTRUCTUUR VAN) HET HOOGWAARDIGE EURO-BETALINGSVERKEER

HET TARGET-SYSTEEM

De rol van het Eurosysteem als toezichthouder betreft alle eurobetalingssystemen, inclusief die welke worden beheerd door het Eurosysteem zelf, zoals het Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer system (TARGET). Laatstgenoemd systeem is onderworpen aan even strenge minimum toezichtsvereisten als particulier geëxploiteerde betalingssystemen.

Volgens het kader dat begin 2003 door de Raad van Bestuur is goedgekeurd, dient het toezicht op TARGET twee operationele hoofddoelstellingen. Ten eerste dienen toezichthouders op TARGET (namelijk de nationale centrale banken voor de binnenlandse component en de ECB voor wat betreft het EPM) de diverse aspecten van het TARGET-systeem te onderzoeken en te beoordelen in hoeverre het voldoet aan de 'Core Principles for Systemically Important Payment Systems'⁶ zoals die in 2001 door de Raad van Bestuur zijn overgenomen als beleidsbasis voor het toezicht op systeemkritische betalingssystemen.

4 Een indirecte koppeling houdt in dat een effectenafwikkelingsysteem geen koppelingen meer hoeft aan te gaan met alle andere effectenafwikkelingsystemen, maar kan volstaan met één koppeling naar een tussenliggend effectenafwikkelingsysteem dat is gekoppeld aan een groot aantal andere systemen.

5 In september 2003 heeft de ECB een addendum bij het Blue Book gepubliceerd met gegevens over de jaren 1997-2001 voor alle vijftien EU-lidstaten. Deze publicatie is samengesteld in samenwerking met de nationale centrale banken. Daarnaast vond bij de ECB een tweedaagse seminar voor centrale bankmedewerkers over 'Payment and securities settlement systems' plaats, eveneens in september.

6 Comité voor Betalings- en Afwikkelingsystemen, 'Core Principles for Systemically Important Payment Systems', BIS, januari 2001. Dit rapport omvat ook een exposé van de verantwoordelijkheden van centrale banken in deze context. Verantwoordelijkheid B luidt dat centrale banken dienen te zorgen dat hun eigen systeemkritische betalingssystemen voldoen aan de Core Principles.

men. Ten tweede dienen de toezichhouders de verantwoordelijke personen bij de nationale centrale banken en de Raad van Bestuur in kennis te stellen van de resultaten van deze toetsing, zodat waar nodig maatregelen kunnen worden overwogen en uitgevoerd teneinde te garanderen dat volledig aan deze Core Principles wordt voldaan.

Om 2003 hebben de toezichhouders op TARGET alle componenten van TARGET getoetst aan de Core Principles. De algemene uitslag van de toets was positief, al werden ook punten gesignaleerd die in aanmerking kwamen voor verdere verbetering. De toetsingsresultaten zullen openbaar worden gemaakt.

EURO I

De Euro Banking Association (EBA) is een samenwerkingsverband van commerciële banken gevestigd in de EU en bijkantoren in de EU van elders gevestigde banken. De EBA heeft een multilateraal hoogwaardig betalingssysteem voor overschrijvingen in euro door de gehele EU opgezet onder de naam EURO 1. In april 2003 heeft de EBA een nieuw grensoverschrijdend systeem voor laagwaardige betalingen in gebruik genomen, STEP 2 geheten (zie ook paragraaf 3 van dit Hoofdstuk). Saldi in STEP 2 worden verevend in EURO 1, wat enkele technische aanpassingen van dit laatste systeem vergde. In november 2003 nam de EBA daarnaast een nieuwe functie in gebruik, het zogeheten 'Flexibel Verevenings Mechanisme', dat banken in staat stelt hun saldi in STEP 2 te verevenen in EURO 1 zonder rechtstreekse deelnemers/aandeelhouders in EURO 1 te worden.

Als toezichthouder op EURO 1 heeft de ECB de aanpassingen van dit systeem getoetst aan de Core Principles⁷. De ECB constateerde daarbij alleen ondergeschikte aandachtspunten, die echter geen significante gevolgen hadden voor de veiligheid en doelmatigheid van EURO 1. De ECB zal deze bevindingen te zijner tijd in samenwerking met de EBA ter hand nemen.

HET CONTINUOUS LINKED SETTLEMENT SYSTEM

Het Continuous Links Settlement System (CLS) is bedoel om valutatransacties onmiddellijk,

onvoorwaardelijk en onherroepelijk te verevenen. Vóór de introductie van het CLS werden beide stappen van elke valutatransactie apart uitgevoerd. Het systeemrisico bij in gebreke blijven was hoog, gezien het onvermijdelijke tijdsverloop tussen de verevening van beide betalingen. Het CLS is opgezet als een antwoord van de markt op de door centrale banken uitgeoefende druk om te komen tot verkleining van het valutavereveningsrisico (ook bekend als 'Herstatt-*risico*')⁸. De ECB speelt met betrekking tot het CLS een tweeledige rol: zij is betrokken bij het toezicht op het systeem en ze verricht vereveningsdiensten. Het toezicht op het CLS wordt uitgevoerd in nauwe samenwerking tussen de centrale banken van de G-10, onder regie van het Federal Reserve System.

In september 2002 begon het CLS met de verevening van valutatransacties op basis van betaling-tegen-betaling ('payment versus payment', PVP) in zeven belangrijke valuta's⁹. In september 2003 werd aan het lijstje nog een viertal munteenheden toegevoegd¹⁰. Nadat het systeem operationeel was geworden, namen de bancaire transacties snel toe in zowel omvang als volume. In december 2003 verevende het CLS per dag gemiddeld 37.000 transacties met een gezamenlijke waarde van USD 550 miljard. Na de Amerikaanse dollar is de belangrijkste door het CLS verevende valuta de euro, die goed is voor ongeveer een kwart van alle brutobetalingen via het systeem.

Dankzij het door het CLS gehanteerde PVP-mechanisme is het valutavereveningsrisico

7 In het kader van deze toetsing hebben toezichhouders eveneens de overige hoogwaardige betalingssystemen in euro, met name het Franse Paris Net Settlement (PNS), het Finse Pankkien Online Pikasiirot ja Sekit-järjestelmä (POPS) en het Spaanse Servicio de Pagos Interbancarios (SPI), aan de Core Principles getoetst.

8 De ECB werkt op het gebied van het 'oversight' samen met de overige centrale banken van de G-10, en meer in het bijzonder dat van systeemkritische verevenings-infrastructuren, waarvan de goede werking ook buiten het eurogebied van cruciaal belang is.

9 Namelijk de Amerikaanse dollar, de euro, de Japanse yen, het Britse pond, de Zwitserse frank, de Canadese dollar en de Australische dollar.

10 Namelijk de Deense kroon, de Zweedse kroon, de Noorse kroon en de Singaporese dollar.

thans sterk verkleind. Het Eurosysteem juicht dit toe. Tegelijkertijd scheidt het CLS echter ook een zeker liquiditeitsrisico, aangezien de banken binnen bepaalde uren van de dag aanzienlijke betalingen aan het CLS moeten verrichten (namelijk tussen 7.00 en 12.00 uur C.E.T.) en bij een eventuele storing in het CLS-systeem gevaar lopen de verwachte tegenwaarde niet te ontvangen. Tot dusver gaan de banken goed met deze liquiditeitsverplichtingen om. Zij lijken hun liquiditeitsmanagement op orde te hebben, zodat het liquiditeitsbeslag uit hoofde van de betalingen via het CLS geen nadelige gevolgen heeft gehad voor de markt als geheel.¹¹

SWIFT

De Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication (SWIFT) is een vanuit het bankwezen georganiseerd samenwerkingsverband voor de instandhouding van een netwerk waarmee betalingsopdrachten en andere financiële boodschappen kunnen worden uitgewisseld tussen financiële instellingen in de gehele wereld. De ECB draagt bij aan het toezicht op SWIFT, dat in samenwerking wordt uitgevoerd door de centrale banken van de G-10, onder regie van de Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique.

Behalve aan de crisisbestendigheid van SWIFT is in het kader van het toezicht veel aandacht besteed aan de overgang op een nieuwe generatie van netwerken (de SWIFTNet-migratie), die volgens schema eind 2004 moet zijn voltooid. SWIFT informeert de toezichthouders regelmatig over vordering van de werkzaamheden aan het nieuwe netwerk, over voorkomende incidenten en over voorgenomen wijzigingen van het migratieplan.

CORRESPONDENTBANKEN

Banken maken dikwijls afspraken over het onderling verrichten van betalingen en soortgelijke diensten, voornamelijk ten behoeve van grensoverschrijdende betalingen. Bank met dergelijke onderlinge afspraken noemen we correspondentbanken. In de EU is het merendeel van de activiteiten volgens deze werkwijze geconcentreerd bij een klein aantal banken. Uit

een recent steekproefonderzoek onder banken door de ECB blijkt dat 10% van de onder-vraagde banken goed was voor bijna 80% van de waarde van alle eurobetalingen volgens het correspondentbanken-systeem (34% van het aantal betalingen). Er zijn zelfs tekenen die wijzen op nog verdergaande concentratie van deze activiteit.

Op dit ogenblik ziet het Eurosysteem geen gevaar van direct systeemrisico in deze sterke concentratiegraad, omdat correspondentbetalingen slechts een fractie van de totale betaalstromen in euro uitmaken, terwijl het overgrote merendeel van de betaalstromen wordt uitgevoerd via interbancaire topgirale systemen (zoals TARGET). Echter, gezien het belang dat het Eurosysteem heeft bij de stabiliteit van het financiële stelsel als geheel zal het de ontwikkelingen terzake blijven volgen.

4.2 HET RETAIL-BETALINGSVERKEER

HET TOEZICHT OP HET RETAIL-BETALINGSVERKEER

In het kader van zijn wettelijke taak de goede werking van het betalingsverkeer te bevorderen heeft het Eurosysteem zijn beleidsstandpunt inzake het laagwaardige of retail-betalingsverkeer eveneens bijgesteld.

Na een in 2002 geëntameerde openbare raadpleging hechtte de Raad van Bestuur op 26 juni 2003 zijn goedkeuring aan een serie 'Standaarden in het kader van het toezicht op betalings-systemen voor retail-betalingen in euro' (de 'retail-standaarden'), die tezamen met het bijbehorende persbericht te vinden zijn op de website van de ECB. De retail-standaarden zijn gebaseerd op de Core Principles voor Systemically Important Payment Systems. De standaardisering op het gebied van het retail-betalingsverkeer is gericht op verbetering van de

¹¹ De gemiddelde financieringsbehoeften liggen in de orde van verscheidene miljoenen euro. De grootste vooruitbetalingen belopen gemiddeld zo'n € 1 miljoen, terwijl de grootste vooruitbetaling door één bank tot dusver € 5,9 miljoen heeft bedragen. Geen van de vooruitbetalingen heeft nadelige invloed uitgeoefend op de eurogeldmarkten.

veiligheid en de doelmatigheid in deze sector en tevens op de harmonisering van het toezicht op het retail-betalingsverkeer in het eurogebied.

De retail-standaarden verschaffen indicatoren voor het indelen van retail-betalingsystemen in een van de categorieën systeemkritische systemen, systemen van groot belang en overige systemen. Op systeemkritische retail-betalingsystemen zullen alle Core Principles van toepassing zijn, terwijl slechts zes Core Principles zullen gelden voor systemen van groot belang. De overige retail-betalingsystemen zullen moeten voldoen aan andere geldende standaarden (zoals de Standaarden van het Eurosysteem voor elektronisch-geldinstellingen¹² of standaarden op nationaal niveau).

SYSTEMEN VOOR ELEKTRONISCH GELD

Een gemeenschappelijke werkwijze ten aanzien van het toezicht op elektronisch geld is omschreven in de in mei 2003 door het Eurosysteem gepubliceerde 'Doelstellingen voor de veiligheid van elektronisch-geldsystemen'. Deze doelstellingen beogen de algehele betrouwbaarheid en technische veiligheid van dergelijke systemen te verbeteren en daarmee het vertrouwen van het publiek erin te vergroten. Een tweede oogmerk van de doelstellingen is te zorgen voor gelijkwaardige concurrentievoorwaarden voor de diverse instellingen uit een oogpunt van wet- en regelgeving. Alle daarvoor in aanmerking komende elektronisch-geldinstellingen worden in de loop van 2004 door de nationale centrale banken aan deze standaarden getoetst.

ELEKTRONISCH BETALEN

De afgelopen jaren zijn door het toenemend gebruik van nieuwe communicatietechnologie en de behoefte aan specifieke betaalmethoden voor elektronische handel mogelijkheden voor nieuwe intermediairs ontstaan om betaalopdrachten te verzenden en te verwerken. Tegelijkertijd hebben ook de banken nieuwe middelen ontwikkeld waarmee klanten hun rekening kunnen benaderen en betalingen initiëren.¹³ De ECB is van zins een samenwerkingsverband

voor belanghebbenden in het leven te roepen en te zorgen voor analyses en statistieken om marktpartijen te ondersteunen in hun streven naar doelmatiger en veiliger betaalmechanismen. In haar toezicht op het aanbod aan betaaldiensten voor het internet en mobiele netwerken zal de ECB zich aanvankelijk concentreren op de veiligheid van de corresponderende instrumenten en systemen. Om deze doelstellingen te verwezenlijken heeft de ECB in mei 2003 het Observatorium elektronische betaalsystemen (electronic Payment Systems Observatory, ePSO) nieuw leven ingeblazen. Het ePSO is aanvankelijk in 2000 opgericht onder auspiciën van de Europese Commissie. Het bestaat uit een website die wordt gebruikt voor het uitwisselen van informatie over innovatieve elektronische betaalsystemen en -instrumenten (www.e-psyso.info) en die voorzien is van een elektronisch discussieforum en een inventaris van bestaande elektronische betalingsinstellingen en van artikelen over actuele relevante onderwerpen.

4.3 EFFECTENCLEARING- EN -AFWIKKELSYSTEMEN

Het Eurosysteem heeft op het gebied van effectenclearing- en -afwikkelssystemen tot dusver een tweeledige rol gespeeld. Ten eerste toetst de Raad van Bestuur de naleving van specifieke gebruikersstandaarden door effectenafwikkelssystemen in de EU.¹⁴ Deze standaarden zijn in januari 1998 ingevoerd teneinde de risico's voor het Eurosysteem bij het uitvoeren van monetaire-beleidstransacties te mitigeren. Ten tweede werkt het Eurosysteem samen met andere autoriteiten op EU-niveau op het gebied van regelgeving voor en toezicht op effectenaf-

¹² 'Report on electronic money', augustus 1998; 'Electronic money system security objectives', mei 2003.

¹³ Zie voor meer bijzonderheden het artikel 'Elektronificering van betalingen in Europa' in het ECB-Maandbericht van mei 2003.

¹⁴ Bij gebrek aan EU-breed geharmoniseerde standaarden voor oversight worden de gebruikersstandaarden beschouwd als de *de facto* gemeenschappelijke standaarden voor effectenafwikkelssystemen in de EU, en om die reden komen zij in dit hoofdstuk aan de orde. De gebruikersstandaarden zijn echter niet bedoeld als een integrale verzameling standaarden voor het oversight of gedragtoezicht op effectenafwikkelssystemen.

wikkelsystemen. Binnen de Giovannini-groep, een forum van financiële deskundigen dat de Europese Commissie adviseert inzake de financiële sector, werden bijdragen geleverd die werden gepubliceerd in het tweede Giovannini-rapport¹⁵. Op het vlak van de internationale samenwerking nam de ECB ook deel aan projecten geïnitieerd door het Comité voor Betalings- en Afwikkelingsystemen (Committee of Payment and Settlement Systems, CPSS) en de Internationale Organisatie van Effectentoezichthouders (International organization of Securities Commissions, IOSCO) met het doel aanbevelingen voor centrale tegenpartijen te ontwikkelen. Tot slot heeft de ECB bijgedragen aan het door de CPSS gepubliceerde rapport over de rol van centralebankgeld in betalingsystemen.¹⁶

BEOORDELING VAN EFFECTENAFWIKKELSYSTEMEN

Het Eurosysteem beoordeelt jaarlijks de effectenafwikkelingsystemen in de EU die zijn toegelaten voor het verevenen van krediettransacties. De beoordelingen zijn erop gericht de risico's waaraan het Eurosysteem blootstaat tijdens het vereveningsproces te beperken. De toetsingscriteria staan in het rapport 'Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations' (Standaarden voor het gebruik van effectenafwikkelingsystemen in de EU bij krediettransacties van het ESCB), dat in november 1997 door het EMI is goedgekeurd en dat negen standaarden omvat.

In 2003 werden in bovengenoemd kader 22 afwikkelingsystemen beoordeeld (waaronder vier systemen in landen die nog niet op de euro zijn overgegaan). In het algemeen voldeden de beoordeelde systemen aan de standaarden. In enkele gevallen waren echter nog verbeteringen noodzakelijk. Het Eurosysteem erkent en controleert de inspanningen van de systeembeheerders om de naleving van de standaarden te verbeteren. Zo wordt bijvoorbeeld gewerkt aan de verbetering van de operationele betrouwbaarheid, met bijzondere aandacht voor de continuïteit in geval van een calamiteit. Van sommige systemen is het aantal uitwijklocaties opge-

voerd en de aanleg van schaduwbestanden (back-up) verbeterd. Bovendien is in sommige landen het wettelijk kader geamendeerd met het doel de juridische soliditeit van de systemen in die landen te verbeteren. Tot slot is gewerkt aan het mitigeren van het afwikkelingsrisico dat kan ontstaan wanneer transacties op netto-basis worden afgewikkeld.

SAMENWERKING MET HET COMITÉ VAN EUROPESE EFFECTENREGELGEVERS

In 2001 heeft de Raad van Bestuur een kader voor samenwerking tussen het ESCB en het Comité van Europese Effectenregelgevers ('CESR') inzake effectenclearing- en -afwikkelingsystemen goedgekeurd. Meer concreet werd er een werkgroep ingesteld bestaande uit vertegenwoordigers van alle centrale banken in het ESCB en van alle effectenregelgevers binnen het genoemde Comité.

De activiteiten van de werkgroep concentreerden zich vooral op de ontwikkeling van Europese standaarden voor clearing en afwikkeling op basis van de aanbevelingen van het CPSS en de IOSCO (zie boven), de zogeheten CPSS-IOSCO-aanbevelingen. In het kader van deze activiteiten hield de werkgroep tevens rekening met de behoefte bestaande obstakels voor een efficiënt verloop van grensoverschrijdende clearing- en -afwikkelprocessen binnen de EU weg te nemen, zoals die waren gesignaleerd in de eerder genoemde rapporten van de Giovannini-groep.

In 2003 voltooide de werkgroep een consultatierapport bestaande uit een verzameling van negentien standaarden voor verbetering van de veiligheid, soliditeit en doelmatigheid van de effectenclearing- en -afwikkelingsystemen in de EU. Het ESCB en het CESR hielden gezamenlijk een openbare raadpleging inzake deze standaarden.

¹⁵ Tweede Rapport van de Giovannini-groep getiteld 'Second Report on EU cross-border clearing and settlement arrangements', april 2003, beschikbaar op de website van de Europese Commissie, www.europa.eu.int.

¹⁶ Report on the role of central bank money in payment systems, BIS, augustus 2003.

In haar rapport streefde de werkgroep naar een functionele benaderingswijze, waarbij de negentien standaarden zouden gelden voor alle relevante functies in verband met het effecten-clearing- en -afwikkelbedrijf, voorbijgaand aan de juridische status van de instellingen die deze functies uitoefenen. Hierdoor zullen de ESCB-CESR-standaarden gaan gelden voor de infrastructuur van effectenmarkten en in het bijzonder voor centrale tegenpartijen en zowel nationale als internationale centrale effectenbewaarinstellingen. Het is de bedoeling dat sommige standaarden ook gaan gelden voor grote bewaarnemer-banken ('systeemkritische bewaarnemers'), die zeer actief zijn op het gebied van clearing en afwikkeling. Omdat het van belang is marktvertekening te voorkomen bij het categoriseren van entiteiten als 'systeemkritisch', omvatte de openbare raadpleging een specifieke enquête over de vraag of de standaarden van toepassing dienen te zijn op bewaarnemers en wat de onderscheidende kenmerken van een systeemkritische bewaarnemer zijn. De resultaten van de openbare raadpleging zijn gepubliceerd op de websites van de ECB en het CESR. Het rapport over de ESCB-CESR-standaarden wordt naar verwachting medio 2004 voltooid.

Kunstenaar
Jens Fänge
Titel
Jugend, 2003
Materiaal
Olieverf op linnen
Afmetingen
132 × 122 cm



HOOFDSTUK 4

EUROPESE EN INTERNATIONALE AANGELEGENHEDEN

I EUROPESE AANGELEGENHEDEN

De ECB onderhield in 2003 wederom reguliere contacten met instellingen en organen van de EU. Vertegenwoordigers van de ECB woonden vergaderingen van de Ecofin-Raad bij wanneer daar zaken werden besproken die verband hielden met de taken en doelstellingen van het ESCB. Wanneer zij dat nuttig achtten, maakten de voorzitter van de Ecofin-Raad en de betrokken Commissaris eveneens gebruik van hun recht op deelname aan de vergaderingen van de Raad van Bestuur. De President van de ECB en de presidenten van de nationale centrale banken woonden twee informele bijeenkomsten van de Ecofin-Raad bij, de eerste in april in Athene, en de tweede in september in Stresa (Italië). De President van de ECB nam ook regelmatig deel aan vergaderingen van de Eurogroep, die wederom fungeerde als een bij uitstek belangrijk forum voor een open, informele beleidsdialoog tussen de ECB, de ministers van financiën van de lidstaten in het eurogebied en de Europese Commissie. Daarnaast woonde de ECB weer de halfjaarlijkse vergaderingen van de Macro-economische Dialoog bij, waarin vertegenwoordigers van de lidstaten, de Europese Commissie, de ECB, de centrale banken van niet-eurolanden en de sociale partners op EU-niveau elkaar ontmoeten. Naast deze betrekkingen op politiek niveau nam de ECB wederom deel aan vergaderingen van diverse Europese instanties op vakspecialistisch en uitvoerend niveau, waaronder met name het Economisch en Financieel Comité (EFC), het Comité voor Economisch Beleid en het nieuwe Comité Financiële Diensten. De ECB volgde nauwlettend alle discussies op Europees niveau die van belang waren voor haar taakuitoefening en meer in het bijzonder de discussies betreffende het Ontwerpverdrag tot Vaststelling van een Grondwet voor Europa (de Ontwerp-Grondwet), de Globale Richtsnoeren voor het Economisch Beleid en het Stabiliteits- en Groeipact.

I.1 BELEIDSAANGELEGENHEDEN

GRONDWET VOOR EUROPA

In juli 2003 voltooide de Europese Conventie voor de Toekomst van Europa (de Conventie) de

Ontwerp-Grondwet, en zond ze die aan de Europese Raad. Conform Artikel 48 van het Verdrag betreffende de Europese Unie (VEU), riep het Italiaanse voorzitterschap van de Raad een Intergouvernementele Conferentie (IGC) bijeen ter bespreking en formele vaststelling van wijzigingen op de bestaande Verdragen. De IGC begon haar beraadslagingen in oktober. Tijdens de vergadering van de Europese Raad van 12 en 13 december 2003 konden de staats- en regeringshoofden niet tot volledige overeenstemming over de Ontwerp-Grondwet komen. De Europese Raad verzocht het Ierse voorzitterschap de kans van slagen te beoordelen en hierover in maart 2004 te rapporteren aan de Europese Raad.

De ECB volgde de vorderingen van zowel de Conventie als de IGC zeer nauwlettend en leverde aan de beraadslagingen zowel formele als informele bijdragen inzake kwesties aangaande de taken en het mandaat van de ECB en het ESCB. Tot deze bijdragen behoorden twee brieven van de President van de ECB aan de Voorzitter van de Conventie, verzonden in mei respectievelijk juni 2003, waarin de Raad van Bestuur voorstellen deed voor verbeteringen in voorlopige conceptversies van de Grondwet. Beide brieven werden gepubliceerd op de website van de ECB.

In de zomer van 2003 zond het Italiaanse voorzitterschap van de Raad de Ontwerp-Grondwet van de Conventie aan de Raad als formeel voorstel tot wijziging van de Verdragen, en verzocht het de ECB officieel om een advies. De bevoegdheid van de ECB een advies te geven vloeit voort uit Artikel 48 van het VEU, dat raadpleging van de ECB voorschrijft in geval van institutionele wijzigingen op monetair gebied. Op 19 september zond de ECB haar advies aan het voorzitterschap van de Raad.¹ In dit advies verwelkomde de ECB de Ontwerp-Grondwet als een document dat het wettelijke en institutionele kader van de Europese Unie vereenvoudigde, stroomlijnde en verhelderde. De ECB sprak daarbij opnieuw haar opvatting

¹ CON/2003/20, PB C 229, 25 september 2003.

uit dat de noodzakelijke overdracht van de bepalingen inzake de ECB en het ESCB uit het huidige Verdrag naar de Grondwet geen inhoudelijke wijziging van hun taken, mandaat, status en juridisch kader ten gevolge zou hebben. Naast de grote waarde die zij hecht aan institutionele en operationele stabiliteit op monetair terrein, gaf de ECB ook uiting aan haar besef dat een nieuwe Grondwet noodzakelijkerwijs gevolgen had voor het institutionele kader. Zij overwoog echter dat de in het kader van het grondwetgevende proces voorziene aanpassingen en actualisering en geen afbreuk zouden doen aan die stabiliteit.

Ondanks deze in het algemeen positieve beoordeling wees de ECB in haar advies toch ook op enkele artikelen in de Ontwerp-Grondwet betreffende de uitoefening van de functies en taken van zowel ECB als ESCB welke baat zouden hebben bij nadere toelichting en aanpassing.

De voornaamste voorstellen van de ECB betroffen de opname van een verwijzing naar 'niet-inflatoire groei' of 'prijsstabiliteit' in Artikel I-3, lid 3, inzake de doelstelling van de Unie, teneinde de status van de ECB in het institutionele kader te verduidelijken, de opname van een verwijzing naar het ESCB en het Eurosysteem in de aanhef van Artikel I-29 betreffende de ECB, het Eurosysteem en het ESCB, teneinde de onafhankelijkheid van de NCB's in dit Artikel te bevestigen, de opname van een verwijzing naar de algemeen erkende term 'Eurosysteem' in de Ontwerp-Grondwet en de opname van een expliciete verwijzing naar de verantwoordelijkheden van het ESCB in Artikel III-90 inzake de buitenlandse vertegenwoordiging van de euro.

Eén keer greep de ECB formeel in in de onderhandelingen van de IGC. Het voorzitterschap van de Raad had voorgesteld de vigerende vereenvoudigde procedure voor wijziging van Artikel 10.2 van de Statuten van het ESCB beduidend uit te breiden (zie voor meer bijzonderheden omtrent de vigerende procedure Hoofdstuk 8). De nieuwe procedure zou hebben

gegolden voor alle wijzigingen in de grondbepalingen inzake de besluitvormende lichamen van de ECB en liet toe dat amendementen zouden worden aangenomen zonder ratificatie door de lidstaten. In een brief van 26 november 2003 aan de voorzitter van de Europese Raad benadrukte de President van de ECB dat de Raad van Bestuur ernstige bedenkingen had omtrent dit voorstel, dat men beschouwde als een verregaande ingreep in het geldende Statuut van het ESCB. Het gevolg was dat het voorzitterschap van de Raad besloot het voorstel in te trekken.

GLOBALE RICHTSNOEREN VOOR HET ECONOMISCH BELEID IN 2003

De in 2003 door de Ecofin-Raad aangenomen Globale Richtsnoeren voor het Economisch Beleid drongen niet alleen aan op het gezond houden van de openbare financiën, maar legden ook een aanzienlijke nadruk op structurele hervormingen. Conform de strategie van Lissabon werd erop aangedrongen dat lidstaten hun beleid zouden richten op de integratie van kapitaalmarkten en het vergroten van concurrentie op goederen- en dienstenmarkten. De Globale Richtsnoeren deden aanbevelingen om het functioneren van de arbeidsmarkten te verbeteren door het scheppen van een deugdelijk loononderhandelingskader en een effectief belasting- en socialezekerheidsstelsel, en besteedden bijzondere aandacht aan de continuïteit op de lange termijn van de openbare financiën in het licht van de vergrijzing in de EU. Een verandering op procedureel gebied was dat de Globale Richtsnoeren voor het Economisch Beleid voor het eerst werden aangenomen voor een periode van drie jaar, van 2003 tot 2005 (evenals de Werkgelegenheidsrichtsnoeren). Deze nieuwe procedure is ingegeven door de wens meer aandacht te schenken aan de uitvoering van beleid dan aan het frequent uitbrengen van nieuwe richtsnoeren.

De ECB was door haar deelname in het EFC en het Comité voor de Economische Politiek (CEP) betrokken bij de besprekingen over de Globale Richtsnoeren voor het Economisch Beleid. In dit kader toonde de ECB zich verheugd dat de Richtsnoeren zich concentreren

op stabiliteitsgericht macro-economisch beleid en structurele hervormingen en tevens op de uitvoering daarvan. De ECB legde in haar verklaringen en publicaties steeds de nadruk op de noodzaak de uitvoering van structurele hervormingen te versnellen teneinde het groeipotentieel van het eurogebied te vergroten. Daarbij trachtte de ECB vooral het besef te doen postvatten dat de arbeidsmarkten dienen te worden hervormd en de financiële markten geïntegreerd (zie ook Kader 5 in Hoofdstuk 1).

RAPPORT VAN DE ECOFIN-RAAD INZAKE VERSTERKING VAN DE COÖRDINATIE VAN HET BEGROTINGSBELEID

Op verzoek van de Europese Raad kwam de Commissie in november 2002 met voorstellen om de coördinatie van het economisch beleid in de EU te versterken. De Ecofin-Raad heeft de voorstellen geëvalueerd en kwam in maart 2003 zelf met een 'Rapport inzake de versterking van de coördinatie van het begrotingsbeleid'. In dit rapport betuigde de Ecofin-Raad zijn instemming met de opvatting van de Commissie dat het niet nodig is het Verdrag of het Stabiliteits- en Groeipact te herzien en dat er geen behoefte bestaat aan nieuwe doelstellingen of regels ten aanzien van de begroting. Tevens stemde de Ecofin-Raad in met de mening van de Commissie dat op sommige gebieden de uitvoering voor verbetering vatbaar was. Zo oordeelde de Ecofin-Raad dat het weliswaar van essentieel belang bleef de nominale begrotingssaldi nauwlettend in het oog te houden, maar dat de naleving van de bepaling in het Stabiliteits- en Groeipact dat begrotingen 'nabij evenwicht of in overschot' dienen te zijn, moet worden beoordeeld aan de hand van voor de conjunctuur gecorrigeerde maatstaven. Bovendien overwoog de Ecofin-Raad dat bij de beoordeling van het begrotingsbeleid van lidstaten aandacht dient te worden geschonken aan specifiek nationale omstandigheden zoals de kwaliteit en continuïteit op termijn van de openbare financiën en de veiligheidsmarge die nodig is om overschrijding van de referentiewaarde voor het tekort van 3% bbp te voorkomen. Voorts benadrukte de Ecofin-Raad dat landen met een begrotingstekort boven de

genoemde begrotingseis hun voor conjunctuur gecorrigeerde begrotingspositie dienden te verbeteren. In dit verband herinnerde de Ecofin-Raad aan de op 7 oktober 2002 binnen de Eurogroep gemaakte afspraak dat landen in het eurogebied waarvan de begroting niet conform de eis 'nabij evenwicht of in overschot' zijn, hun onderliggende tekorten met tenminste 0,5% bbp per jaar dienen terug te brengen.

Gedurende de besprekingen over de voorstellen van de Commissie stelde de ECB met nadruk dat de regels en procedures in het Stabiliteits- en Groeipact een passend kader bieden voor het begrotingsbeleid in de monetaire unie. De ECB steunde dan ook onomwonden de opvatting van de Ecofin-Raad dat wijziging van het Stabiliteits- en Groeipact niet aan de orde is.

UITVOERING VAN HET STABILITEITS- EN GROEIPACT

In 2003 bevond de uitvoering van het Stabiliteits- en Groeipact zich in een kritieke fase. In een economisch klimaat dat minder gunstig was dan eerder verwacht kostte het lidstaten die tijdens de voorafgaande hoogconjunctuur hun begrotingspositie niet hadden gecorrigeerd toenemende moeite – die in sommige gevallen al vergeefs bleek – zich aan de referentiewaarde voor het tekort van 3% bbp te houden. De Ecofin-Raad had in 2002 besloten dat in Portugal een buitensporig tekort bestond en had dat land de aanbeveling gedaan te zorgen dat deze buitensporig-tekortsituatie uiterlijk eind 2003 zou zijn beëindigd. In 2003 werd de buitensporig-tekortprocedure voor Portugal aangehouden in afwachting van de gevraagde correctie (zie Kader 1 voor een overzicht van de buitensporig-tekortprocedure).

In januari 2003 trof de Ecofin-Raad een besluit inzake het bestaan van een buitensporig tekort in Duitsland, en deed men een aanbeveling aan Duitsland uitgaan met het doel deze buitensporig-tekortsituatie te beëindigen. De Ecofin-Raad beval aan dat de Duitse autoriteiten de in hun begrotingsplannen voorziene ombuigingsmaatregelen ter hoogte van 1% bbp in 2003 zouden uitvoeren en dat het buitensporige

tekort zo snel mogelijk maar uiterlijk in 2004 zou worden geëlimineerd.

Uit de in maart 2003 door Eurostat gewaarmerkte cijfers ten aanzien van tekorten en schulden bleek dat ook Frankrijks begrotingstekort in 2002 de referentiewaarde voor het tekort van 3% bbp overschreden had. De Ecofin-Raad nam in juni 2003 dan ook een besluit inzake het bestaan van een buitensporig tekort in Frankrijk en deed een aanbeveling aan Frankrijk uitgaan met het doel deze buitensporig-tekortsituatie te beëindigen. De Ecofin-Raad beval aan dat de Franse autoriteiten een beduidend grotere verbetering van het voor conjunctuur gecorrigeerde tekort zouden realiseren dan was voorgenomen, en dat het buitensporige tekort zo snel mogelijk maar uiterlijk in 2004 zou worden geëlimineerd.

Gezien de blijvend ongunstige begrotingsontwikkelingen in Frankrijk en Duitsland besloot de Commissie in oktober en november de volgende fase van de buitensporig-tekortprocedures inzake beide landen te laten ingaan. Daartoe deed de Commissie aanbevelingen voor besluiten van de Raad over de vraag of er effectief was opgetreden en of dit afdoende was, en tevens aanbevelingen voor besluiten van de Raad om Frankrijk en Duitsland aanwijzingen te geven tot het nemen van de nodige maatregelen om hun tekorten terug te dringen. De Commissie oordeelde dat Frankrijk niet effectief was opgetreden, terwijl het optreden van Duitsland als ontoereikend werd beoordeeld. De Commissie deed de aanbeveling de termijn waarbinnen Frankrijk en Duitsland hun buitensporige tekorten dienden te elimineren te verlengen, wegens de onverwacht slechte economische omstandigheden in beide landen.

Tijdens de vergadering van 25 november 2003 besloot de Ecofin-Raad de besluiten van de Commissie niet goed te keuren, met als redenen zowel het onverwacht slechte economische klimaat als de begrotingsbeloften gedaan door de Franse en Duitse regering. In plaats daarvan werden 'Raadsconclusies' vastgesteld waarin de Ecofin-Raad besloot de buitensporig-tekort-

procedures aan te houden en Frankrijk en Duitsland opriep maatregelen te nemen om ervoor te zorgen dat hun buitensporige tekorten in 2005 zouden zijn geëlimineerd.

In een verklaring uitgegeven onmiddellijk na de vergadering van de Ecofin-Raad van 25 november maakte de Raad van Bestuur bekend de besluiten van de Ecofin-Raad diep te betreffen. De Raad van Bestuur waarschuwde dat het niet-naleven door de Ecofin-Raad van de in het Stabiliteits- en Groeipact vastgelegde regels en procedures dreigde de geloofwaardigheid van het institutionele kader en het vertrouwen in de gezondheid van de openbare financiën van landen in het gehele eurogebied te ondermijnen. Onder verwijzing naar de budgettaire toezeggingen van Frankrijk en Duitsland drong de Raad van bestuur er bij de betrokken regeringen op aan hun verantwoordelijkheid te nemen, erop wijzend dat maatregelen geboden waren om de negatieve gevolgen voor het vertrouwen te beperken. Ook verzekerde de Raad van Bestuur het publiek dat de ECB zich zou blijven inzetten voor de handhaving van de prijsstabiliteit.

Op 28 januari 2004 maakte de Commissie een geding aanhangig bij het Europese Gerechtshof waarin zij de op 25 november 2003 door de Ecofin-Raad getrokken conclusies aanvocht teneinde juridische duidelijkheid te verkrijgen omtrent de toepassing van de relevante bepalingen in het Stabiliteits- en Groeipact. De ECB deelt de bezorgdheid van de Commissie ten aanzien van de besluiten van de Ecofin-Raad en heeft waardering voor het besluit van de Commissie zich terzake juridische duidelijkheid te verschaffen.

Eveneens op 13 januari maakte de Commissie bekend dat zij met voorstellen zou komen om het economisch bestuur in het eurogebied te verbeteren, onder meer wat betreft de uitvoering van het Stabiliteits- en Groeipact. De Raad van Bestuur ziet in dit verband geen noodzaak het Verdrag te wijzigen en is van mening dat het Stabiliteits- en Groeipact een passend kader biedt voor het begrotingsbeleid. De ECB is het

DE BUITENSPORIG-TEKORTPROCEDURE

De buitensporig-tekortprocedure schrijft de diverse stappen voor die moeten worden genomen om vast te stellen of er sprake is van een buitensporig tekort en te zorgen dat het tijdig wordt geëlimineerd. De procedure is gebaseerd op Artikel 104 van het verdrag en Verordening (EG) nr. 1467/97 van de Raad van 7 juli 1997 over de bespoediging en verduidelijking van de tenuitvoerlegging van de procedure bij buitensporige tekorten. Deze laatste maakt deel uit van het Stabiliteits- en Groeipact.

Wanneer de verhouding tussen het begrote of concrete overheidstekort en het bbp een referentiewaarde van 3% overschrijdt en deze overschrijding niet gering en van tijdelijke aard is, of indien de verhouding tussen de overheidsschuld en het bbp een referentiewaarde van 60% overschrijdt en niet in een bevredigend tempo afneemt, schrijft de Commissie een rapport. Het EFC vormt zich een oordeel over die rapportage en indien de Commissie stelt dat er sprake is van een buitensporig tekort, deelt het EFC zijn oordeel mee aan de Ecofin-Raad. Aan de hand van een aanbeveling van de Commissie besluit de Ecofin-Raad vervolgens over de vraag of er sprake is van een excessief tekort. Als men concludeert dat er een buitensporig tekort bestaat, beveelt de Ecofin-Raad de betrokken lidstaat aan zijn buitensporige tekort te elimineren en stelt daarbij een termijn van ten hoogste vier maanden waarin de lidstaat tegenmaatregelen moet treffen. Ook stelt de Ecofin-Raad een termijn waarbinnen het buitensporige tekort dient te worden geëlimineerd, hetgeen zijn beslag moet krijgen in het jaar volgend op de vaststelling van het buitensporig tekort, behalve in bijzondere omstandigheden. Indien de lidstaat de aanbevoelen maatregelen treft, wordt de procedure opgeschort en volgen de Commissie en de Ecofin-Raad de tenuitvoerlegging ervan. Worden de maatregelen niet getroffen, dan concludeert de Ecofin-Raad dienovereenkomstig en geeft de lidstaat binnen een maand een aanzegging om maatregelen te treffen ter verkleining van het tekort. De inhoud van deze aanwijzing kan verschillen van die van de eerdere aanbeveling, afhankelijk van tussentijdse ontwikkelingen. Worden de maatregelen genomen, dan wordt de procedure opnieuw opgeschort en zien de commissie en de Ecofin-Raad toe op de uitvoering ervan. Echter, indien de door de Ecofin-Raad vastgestelde noodzakelijke maatregelen niet binnen maximaal twee maanden worden getroffen, neemt de Ecofin-Raad het besluit sancties op te leggen. Wanneer de Ecofin-Raad besluit sancties op te leggen, wordt in de regel een renteloos deposito gevorderd. Wordt het buitensporig tekort na twee jaar niet geëlimineerd, dan wordt het deposito in de regel omgezet in een boete.

Kort samengevat omvat de buitensporig-tekortprocedure dus drie hoofdfasen. Ten eerste, het besluit dat er sprake is van een buitensporig tekort en het doen van aanbevelingen door de Ecofin-Raad aan de betrokken lidstaat. Ten tweede een aanzegging van de Ecofin-Raad aan de lidstaat dat maatregelen nodig zijn om het tekort te verkleinen. En ten derde het opleggen van sancties. Als op enig moment blijkt dat de door de lidstaat getroffen maatregelen niet worden uitgevoerd of niet doeltreffend zijn, gaat de Ecofin-Raad over tot de volgende stap van de procedure. Potentiële sancties vormen de uiterste prikkel voor de lidstaat om zijn buitensporige tekort tijdig te elimineren.

met de Commissie eens dat de uitvoering van het Stabiliteits- en Groeipact nog voor verbetering vatbaar is, vooral wat betreft de analyse van structurele saldi en de versterking van de prikkels tot het voeren van een solide begrotingsbeleid in perioden van hoogconjunctuur. Ook de duidelijkheid en de handhaving van de begrotingsregels zouden kunnen worden verbeterd.

1.2 INSTITUTIONELE WIJZIGINGEN BIJ RELEVANTE EUROPESE INSTANTIES

Op 16 april 2003 werd, met de ondertekening van het Toetredingsverdrag, de weg geopend naar de uitbreiding van de EU met tien nieuwe lidstaten per 1 mei 2004. Zoals gewoonlijk na het ondertekenen van een toetredingsverdrag is aan vertegenwoordigers van de toetredende landen de status van waarnemer toegekend in de Gemeenschapsinstellingen en -organen waarin lidstaten zijn vertegenwoordigd. Op de toetredingsdatum worden zij volwaardig lid van deze instellingen en organen.

In de eerste helft van 2003 heeft zowel het EFC als het CEP, teneinde ook na de uitbreiding effectief te kunnen blijven functioneren, zijn samenstelling en werkmethoden aangepast. Na deze aanpassingen heeft de Ecofin-Raad op 18 juni 2003 de statuten van beide comités gewijzigd. In het geval van het CEP werd besloten het aantal leden dat elke afvaardiging in het Comité benoemt te verkleinen. Konden voorheen de lidstaten, de Commissie en de ECB elk vier leden benoemen, in de gewijzigde statuten is het aantal leden per afvaardiging teruggebracht tot twee. Wat betreft het EFC werd daarentegen besloten het lidmaatschapsbeleid ongewijzigd te laten: de lidstaten, de Commissie en de ECB kunnen als voorheen elk twee leden benoemen. Ook ongewijzigd blijft de regel dat de twee leden benoemd door elk van de lidstaten worden gekozen uit hooggeplaatste functionarissen van de overheid respectievelijk de nationale centrale bank. Wel werd besloten de deelname aan de vergaderingen van het Comité te variëren al naar gelang van de te bespreken

aangelegenheden. Wanneer het Comité aangelegenheden betreffende taken en werkerrein van de nationale centrale banken bespreekt, komt het Comité 'in voltallige zitting' bijeen. In andere gevallen vergadert het Comité 'in beperkte zitting', met alleen de afgevaardigden van de overheden, de Commissie en de ECB. Het Comité acht het van belang de expertise en het analytisch inzicht van de nationale centrale banken voor zich te behouden en deze laatste te blijven betrekken bij kwesties waarvoor zijn verantwoordelijkheid dragen.

De werkwijzen van het EFC zijn niet alleen gewijzigd met het oog op de uitbreiding, maar ook tegen de achtergrond van de nieuwe EU-regelingen inzake de stabiliteit van, de regelgeving voor en het toezicht op het financiële stelsel (zie Hoofdstuk 3, paragraaf 2). In dit verband heeft de Ecofin-Raad tijdens zijn vergadering van 3 december 2002 het EFC verzocht om rapportage over kwesties betreffende de financiële stabiliteit. Op basis van dit mandaat produceert het EFC thans met regelmaat berichten over de financiële stabiliteit. Enkele niet-leden, onder wie de voorzitter van het Comité voor Banktoezicht van het ESCB, wonen de aan deze berichten gewijde vergaderingen bij. In februari 2003 richtte de Ecofin-Raad het Financial Services Committee (FSC) op, dat de plaats inneemt van de voormalige Financial Services Policy Group. Dit comité rapporteert aan het EFC en heeft tot taak de Ecofin-Raad en de Commissie van advies te dienen over een breed scala aan beleidskwesties op het gebied van de financiële markten. De ECB heeft binnen het FSC de status van waarnemer gekregen.

2 INTERNATIONALE AANGELEGENHEDEN

De ECB en de nationale centrale banken namen wederom deel aan het proces van monetaire, financiële en economische samenwerking op internationaal niveau. De afspraken over internationale vertegenwoordiging van de ECB zijn ongewijzigd gebleven. Binnen de EU werd de coördinatie van internationale macro-economische en financiële kwesties voortgezet zowel binnen het kader van het EFC als tussen vertegenwoordigers van de EU-lidstaten in het College van Bewindvoerders van het IMF, onder wie de Waarnemer namens de ECB.

Op 29 mei 2003 heeft de President van de Verenigde Staten bij presidentieel besluit de ECB de voorrechten, ontheffingen en immuniteiten verleend die krachtens de 'International Organizations Immunities Act' van 1945 gelden voor openbare internationale organisaties. Voorafgaand aan deze maatregel, in november 2002, had het Amerikaanse Congres de toepasbaarheid van deze Act op de ECB bij wet geregeld. Het nieuwe juridische kader dient niet alleen om belangen van de ECB in de Verenigde Staten betere bescherming te garanderen, maar ook om de verdere versterking van bilaterale betrekkingen met diverse instellingen in de VS te vergemakkelijken.

2.1 INTERNATIONAAL MONETAIR EN FINANCIËEL STELSEL

MULTILATERAAL EN BILATERAAL TOEZICHT OP HET MACRO-ECONOMISCH BELEID

De ECB wisselde geregeld informatie en inzichten over economische ontwikkelingen en beleid uit met beleidsmakers buiten het eurogebied en met internationale instellingen. De President van de ECB nam, samen met het voorzitterschap van de Eurogroep, deel aan de vergaderingen van de ministers van financiën en centrale-bankpresidenten van de G-7 voorzover gewijd aan het toezicht en de wisselkoersen op mondiaal niveau. De President van de ECB nam tevens deel aan de besprekingen over de toestand van de wereld-economie in andere fora zoals de vergaderingen van centrale-bankpresidenten van de G-10 – die hij momenteel voorziet – en die van ministers en

centrale-bankpresidenten van zowel G-10 als G-20. Bij het IMF nam de waarnemer van de ECB deel aan de beraadslagingen over de mondiale economische vooruitzichten en de periodieke beschouwingen over mondiale economische en marktontwikkelingen van het College van Bewindvoerders van het IMF. Tot slot nam de ECB bij de OESO deel aan de activiteiten van het Comité voor het Economische Beleid, die zich concentreerden op ontwikkelingen, vooruitzichten en openstaande beleidskwesties betreffende de wereldeconomie.

Het IMF en de OESO verrichtten hun periodieke analyses van het monetaire, financiële en economische beleid van het eurogebied. Het IMF besloot vanaf 2003 zijn waarnemingen van het beleid in het eurogebied te stroomlijnen door het aantal uitgebreide Artikel IV-consultaties inzake deze beleidsterreinen terug te brengen van twee tot één per jaar. Het IMF besloot tevens dat het tweemaal per jaar een missie van eigen functionarissen zou blijven uitzenden naar de autoriteiten van het eurogebied, waaronder de ECB, maar dat het College van Bewindvoerders de resultaten van de tweede missie alleen informeel zou bespreken. Het uitgebreide Artikel IV-rapport van IMF-functionarissen inzake het beleid in het eurogebied verscheen in september 2003.

In juli 2003 publiceerde de OESO haar Economisch Onderzoeksrapport inzake het Eurogebied, waarin recente ontwikkelingen en vooruitzichten voor de korte termijn werden behandeld, evenals het begrotingsbeleid, het monetair beleid en het structuurbeleid. De eindredactie van het rapport, opgesteld door een team van de OESO op basis van onder meer een bezoek aan de ECB, berustte bij het Economic and Development Review Committee van de OESO, waarin als gezamenlijke vertegenwoordigers van de EU optraden het voorzitterschap van de Eurogroep, de Europese Commissie en de ECB.

AANDACHT VOOR ONTWIKKELINGEN OP DE FINANCIËLE MARKTEN IN DE WERELD

Een aantal internationale organisaties en fora volgt de ontwikkelingen op de financiële mark-

ten in de wereld. In 2003 namen de ECB en de nationale centrale banken aan deze activiteiten deel, waarbij elk eigen analyses en inzichten inbracht, met name in het Financial Stability Forum (FSF), het uit de BIS voortgekomen Committee on the Global Financial System (CGFS) en het Committee on Financial Markets van de OESO.

De waarnemer van de ECB nam deel aan de besprekingen van het College van Bewindvoerders van het IMF over de door die organisatie gepubliceerde Rapporten inzake Mondiale Financiële Stabiliteit (*Global Financial Stability Reports*). Daarnaast nam de ECB hetzij als lid hetzij als waarnemer deel aan de werkzaamheden van een aantal internationale instellingen en fora gericht op specifieke facetten van het functioneren van de internationale financiële markten. Het FSF verrichtte specifieke analyses met betrekking tot het herverzekeringsbedrijf, de overdracht van kredietrisico, de accountancy-praktijk, boekhoudstandaarden, bedrijfsvoering en *offshore* financiële centra. Het Bazels Comité van Toezichthouders vervolgde zijn werk aan het nieuwe Kapitaalakkoord (zie Hoofdstuk 3, paragraaf 2). Het CGFS publiceerde rapporten over de overdracht van kredietrisico en over prikkelstructuren in het vermogensbeheerbedrijf en de gevolgen voor de financiële markten, en begon met een studie naar de rol die kredietbeoordelingsbureaus (*rating agencies*) spelen op het gebied van gestructureerde financieringsvormen en van buitenlandse directe investeringen in de financiële sector van opkomende markteconomieën. Ook nam de ECB deel aan de activiteiten van het Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS), dat wordt voorgezeten door een Directielid van de ECB (zie Paragraaf 4 van Hoofdstuk 3).

DE INTERNATIONALE FINANCIËLE STRUCTUUR

Het ESCB leverde met een eigen beoordeling en eigen analyse een bijdrage aan de voortgaande discussie binnen het IMF en daaraan gerelateerde fora over de structuur van het internationale financiële stelsel, zowel door rechtstreekse deelname als door zijn betrokkenheid bij de coördinatie binnen de EU.

Zo nam het ESCB actief deel aan het streven naar economische en financiële stabiliteit, onder meer middels verbeterde draagkrachtmetingen bij exportkredieten en meer aandacht voor potentiële zwakheden in de balans van opkomende markteconomieën.

De internationale gemeenschap bestudeerde daarnaast de bijdrage van *institution building* – het versterken van nationale institutionele kaders – voor het economisch resultaat. In die context voerde de G-20 een discussie over de functie van *institution building* in de financiële sector op basis van specifieke voorbeelden aangedragen door een aantal leden van de G-20, waaronder een paper van de ECB over de ervaring met de financiële integratie binnen de EU.²

Wat betreft de ordelijke afhandeling van financiële crises in opkomende markteconomieën voltooide het IMF de herziening van zijn toegangsbeleid – de regels voor het volume aan financiële hulp die wordt verstrekt aan een IMF-lidstaat met betalingsbalansproblemen. Het College van Bewindvoerders stelde een aantal procedurele vereisten en inhoudelijke criteria vast waaraan een land moet voldoen om aanspraak te kunnen maken op middelen boven de normale limiet, welke evenredig is met het aan elk IMF-lidstaat toegewezen quotum.

De discussie over procedures voor de ordelijke sanering van publiekrechtelijke debiteuren werd in 2003 voortgezet. Het ESCB stelde zich op het standpunt dat verdere vooruitgang ten aanzien van de voorgestelde drie voornaamste groepen instrumenten wenselijk was.³ Eén voorstel behelsde wijziging van het contractuele kader door opneming hierin van zogeheten collectieve-actieclausules (CAC's) in obligatiecontracten, waardoor de coördinatie tussen crediteuren wordt vergemakkelijkt. Dit voorstel is inmiddels al in uitvoering. In de loop van 2003

2 Globalisation: The role of institution building in the financial sector – the EU experience', ECB, november 2003.

3 Zie voor meer bijzonderheden het artikel 'Crisisafwikkeling in opkomende markteconomieën – uitdagingen voor de internationale gemeenschap' in het ECB-Maandbericht van november 2003.

heeft de opnemng van zulke CAC's in overheidsobligaties waarop buitenlandse jurisdicties van toepassing zijn een beduidend bredere vlucht genomen. De lidstaten van de EU hebben daarop het voortouw genomen en zich verbonden om CAC's op te nemen in daarvoor in aanmerking komende emissies. Een tweede voorstel gold de oprichting van een Sovereign Debt Restructuring Mechanism (afwikkelingsmechanisme voor landenschulden), een soort statenrechtelijk verankerde internationale faillissementsprocedure. Tijdens de voorjaarsvergaderingen van het IMF-bestuur in april bleek echter dat zelfs een afgezwakte versie van zo'n mechanisme op onvoldoende politieke steun kon rekenen. Niettemin zou kunnen worden nagegaan in hoeverre afzonderlijke onderdelen van het SDRM, zoals verbeteringen op het gebied van transparantie en informatieverstrekking, samenvoeging van schuldemissies en de vorming van een geschillenforum, buiten een internationaal juridisch kader op vrijwillige basis zouden kunnen worden gerealiseerd. Een derde voorstel betrof de ontwikkeling van een op basis van vrijwilligheid in te voeren gedragscode, met daarin aanbevolen werkwijzen ('best practices') en richtsnoeren voor kredietnemers, kredietgevers en overheden in de internationale gemeenschap. Aan het opstellen van een dergelijke code wordt thans gewerkt.

DE INTERNATIONALE ROL VAN DE EURO

Ook in 2003 analyseerde de ECB de internationale rol die de euro speelt.⁴ Zij begon aan de verbetering van haar statistische kader en van haar analytische inzicht in het gebruik van de euro door niet-ingezetenen van het eurogebied. Er werden nieuwe gegevens bekendgemaakt, met name over het relatieve gebruik van verschillende munteenheden in de buitenlandse handel van geselecteerde eurolanden, over de dagelijkse valutatransacties afgewikkeld via Continuous Linked Settlement (CLS) en over de rol van de euro op de internationale kredietmarkt.

Daarnaast begon de ECB in 2003 met de analyse op micro-economisch niveau van de markten waar de euro het meest wordt gebruikt door niet-ingezetenen van het eurogebied. Bijzon-

dere aandacht werd besteed aan de bijdrage die de Londense City levert aan de rol van de euro op financiële markten buiten het eurogebied. Globaal gesproken bevestigden de resultaten van dit onderzoek dat de internationale rol van de euro geleidelijk blijft groeien en zich kenmerkt door een sterke regionale gerichtheid, waarbij het eurogebied zelf tot op zekere hoogte als motor fungeert.

De resultaten verschaften tevens een duidelijker inzicht in zowel de geografische distributie van de gebruikers van de euro als het belang van de mondiale rol van de euro. Zo wordt de euro in landen die geografisch ver van Europa verwijderd zijn nog voornamelijk gebruikt ter verkrijging van krediet (uitgifte van effecten) en bij valutatransacties. Grote ondernemingen in de VS zijn al sinds de Derde Fase van de EMU zeer actief in het uitgeven van in euro luidende obligaties, vooral met het doel hun beleggersbasis te verbreden. Financiële centra in de Verenigde Staten en Azië zijn samen goed voor een niet onbeduidend aandeel in de valuta-gerelateerde bedrijvigheid in euro. Er zijn aanwijzingen dat financiële-marktdeelnemers uit sommige van deze landen de Londense City gebruiken als startpunt voor hun financiële bedrijvigheid in euro. Bovendien is volgens marktbronnen de vraag van de kant van Aziatische beleggers naar in euro luidende obligaties uitgegeven door niet-ingezetenen van het eurogebied in 2003 gegroeid, hetgeen erop wijst dat de euro allengs breder ingang vindt als internationale beleggingsvaluta. Het meest gebruikt als internationale munt wordt de euro echter nog altijd in de landen die de EU omringen. Onder de financiële markten buiten het eurogebied speelt vooral de Londense City een belangrijke rol. Het aandeel van de City in de in euro luidende financiële bedrijvigheid van niet-ingezetenen van het eurogebied varieert doorgaans van éénderde tot tweederde. Tot slot komt uit nieuwe, in 2003 vergaarde gegevens naar voren dat het eurogebied zelf, als grote, financieel open economie, de internationale rol van

4 Zie 'Review of the international role of the euro', ECB, december 2003.

zijn munt in belangrijke mate zelf bepaalt. Sinds de Derde Fase van de EMU wordt een beduidend deel van de door niet-ingezetenen van het eurogebied uitgegeven, in euro luidende obligaties bewust aangekocht door beleggers uit het eurogebied. Daarenboven kwam uit onderzoek verricht in 2003 prominent naar voren dat banken in eigendom van ingezetenen van het eurogebied tot de grootste deelnemers van de in euro luidende markten in de Londense City behoren, waarmee zij de rol van de euro op de financiële markten buiten het eurogebied aanzienlijk versterken.

2.2 SAMENWERKING MET LANDEN BUITEN DE EU

In het kader van haar internationale activiteiten werkte de ECB ook in 2003 aan de ontwikkeling van een breed scala aan bilaterale betrekkingen en van contacten in multilaterale verbanden met landen in diverse andere delen van de wereld. In de ruimere geografische omgeving van de EU breidde de ECB haar samenwerking met Rusland, Turkije en landen rond de Middellandse Zee, in het Midden-Oosten en Afrika verder uit. Daarnaast werden de betrekkingen met vooraanstaande opkomende markteconomieën in Azië, het Stille-Oceaan gebied en Latijns-Amerika verder uitgediept.

In november 2003 begon het Eurosysteem met de implementatie van een tweejarig project voor het verschaffen van technische assistentie aan de Centrale Bank van Rusland (CBR), gefinancierd door de Europese Unie in het kader van haar programma Technische Assistentie voor het Gemenebest van Onafhankelijke Staten (TACIS). Dit op het bankwezen gerichte project omvat de gebieden toezicht, regulering, inspectie en het vergunningstelsel, alsook bankensanering. Het maakt gebruik van de enorme ervaring op het gebied van banktoezicht van de nationale centrale banken en toezichthouders in de EU. Negen nationale centrale banken⁵ en drie toezichthouders⁶ zullen deskundigen aanwijzen die gedurende 24 maanden rond 400 personeelsleden en managers van de CBR gaan trainen. Het trainingsprogramma zal bestaan uit

courses en seminars, meest ten kantore van de CBR in Moskou, en daarnaast uit studiereizen van CBR-deskundigen naar EU-landen. De ECB coördineert dit project, waarmee het Euro-systeem hoopt bij te dragen aan de verdere versterking van de rol van de CBR als banktoezichthouder, als een essentiële stap ter bevordering van een stabiel financieel klimaat.

De ECB heeft haar beleidsdialoog op hoog niveau met de Centrale Bank van de Republiek Turkije (CBRT) voortgezet. Turkije heeft thans de status van kandidaat voor toetreding tot de EU.⁷ De gesprekken met de CBRT concentreerden zich op het macro-economische stabilisatieproces in Turkije, de voorgenomen invoering door de CBRT van een formeel inflatiegericht beleidskader en de economische situatie in het eurogebied. Naast de beleidsdialoog werd ook de technische samenwerking op diverse taakgebieden tussen de ECB en de CBRT gedurende 2003 voortgezet.

De afgelopen jaren is de ECB bilaterale betrekkingen aangegaan met centrale banken in het Middellandse-Zeegebied. In oktober 2003 organiseerde de ECB in samenwerking met de Banca d'Italia een technische workshop voor vertegenwoordigers van de centrale banken van de partnerlanden in het Proces van Barcelona.⁸ Deze workshop diende als voorbereiding op een seminar op hoog niveau van het Eurosysteem voor onder meer presidenten van centrale banken in het Middellandse-Zeegebied, dat in januari 2004 in Napels heeft plaatsgevonden. Dit seminar betrof vooral de economische en finan-

5 Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France, Central Bank & Financial Services Authority of Ireland, Banca d'Italia, De Nederlandsche Bank, Oesterreichische Nationalbank, Banco de Portugal en Suomen Pankki (de Bank van Finland).

6 De Finse Rahoitustarkastus, de Zweedse Finansinspektionen en de Britse Financial Services Authority.

7 De Europese Raad heeft Turkije in 1999 de status van kandidaatland voor het EU-lidmaatschap toegekend. De Europese Raad te Kopenhagen heeft in 2002 aangegeven dat indien de Europese Raad in december 2004 zou besluiten dat Turkije voldeed aan de politieke criteria vastgesteld in Kopenhagen, de EU onverwijld met Turkije over toetreding zou gaan onderhandelen.

8 Algerije, Cyprus, Egypte, Israël, Libanon, Malta, Marokko, de Palestijnse Autoriteit, Syrië, Tunesië en Turkije.

ciële betrekkingen tussen het eurogebied en de landen rond de Middellandse zee, wisselkoersafspraken en hervorming van de financiële sector zoals die werden belicht door de deelnemers aan de workshop.

In het Midden-Oosten breidde de ECB haar betrekkingen met de Samenwerkingsraad voor de Golf (GCC) verder uit in het licht van de voorgenomen invoering in 2010 van een gemeenschappelijke munt door de zes lidstaten van de GCC.⁹ In juni nam de ECB in Qatar deel aan een vergadering van het Technisch Comité van de GCC ter voorbereiding op de monetaire unie.

In 2003 concentreerden de bilaterale betrekkingen met centrale banken in Afrika zich wederom op kwesties in verband met monetaire unies. Tal van gebeurtenissen boden de ECB de gelegenheid bij te dragen tot de discussies in deze regio, op grond van de ervaringen met de EMU. De ECB werd uitgenodigd deel te nemen aan vergaderingen van het Comité voor de Institutionele Hervorming van de West-Afrikaanse Monetaire Unie¹⁰, welke plaatsvonden bij de Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest (BCEAO) in de Senegalese hoofdstad Dakar. Het Comité, waarin deskundigen van de BCEAO, andere centrale banken, regeringen en de universitaire wereld zitting hebben, heeft tot taak een studie te maken van de statuten van de BCEAO en van de institutionele structuur van het monetaire gebied, op basis van het huidige wisselkoersregime. Ook nam de ECB deel aan het forum voor ministers van financiën van de West-Afrikaanse Monetaire Zone¹¹ dat werd gehouden in het Ghanese Accra, teneinde de voortgang op weg naar de monetaire integratie tussen de Engels sprekende landen in deze regio te volgen. Tot slot woonde de ECB het jaarlijkse forum voor centrale-bankpresidenten in Bazel bij dat wordt gehouden door het Macro-economisch en Financieel Management Instituut voor Oostelijk en Zuidelijk Afrika, waar de centrale-bankpresidenten van twaalf Afrikaanse landen bijeen waren. Naast lopende regionale monetaire eenwordingsprocessen in Afrika besprak het

forum de lering omtrent monetaire integratie die te trekken valt uit de EMU.

In de loop van het jaar werden bilaterale betrekkingen met Oost-Azië verder versterkt, niet het minst dankzij een bezoek van een Directielid aan Korea, Japan en Indonesië. Ook nam de ECB in juli 2003 deel aan de vijfde Ontmoeting Azië/Europa (ASEM) voor ministers van financiën op het Indonesische eiland Bali. De bijdrage van de ECB was gericht op de economische integratie in de regio Oost-Azië, de rol van centrale banken in het beheersen van crises en Europese ervaringen met regulering en samenwerking in het streven naar financiële stabiliteit.

In 2003 werd de ECB 'samenwerkend lid' van het Centrum voor Latijns-Amerikaanse Monetaire Studies (CEMLA), na sinds 1999 te hebben deelgenomen aan een groeiend aantal congressen en vergaderingen van het CEMLA. Een belangrijke doelstelling van het CEMLA is het streven naar een beter begrip van monetaire en bancaire kwesties in Latijns-Amerika en het Caraïbisch gebied, en de informatievertrekking inzake regionale en internationale monetaire en financiële beleidsontwikkelingen. Ook entameerde het CEMLA een project ter bevordering van convergentie op subregionaal niveau.

9 Bahrein, Koeweit, Oman, Qatar, Saoedi-Arabië en de Verenigde Arabische Emiraten.

10 Benin, Burkina Faso, Ivoorkust, Guinee-Bissau, Mali, Niger, Senegal en Togo.

11 Gambia, Ghana, Guinee, Nigeria en Sierra Leone.

HOOFDSTUK 5

VERANTWOORDING

I VERANTWOORDING TEGENOVER HET PUBLIEK

De afgelopen decennia is de onafhankelijkheid van de centrale bank naar voren getreden als een essentieel institutioneel kenmerk van het economische beleidskader van geïndustrialiseerde landen. Het besluit centrale banken onafhankelijk te maken van elke politieke invloed is hecht geworteld in ervaringen uit het verleden, de economische theorie en empirische ondervinding, waaruit blijkt dat een onafhankelijke centrale bank bevorderlijk is voor de handhaving van een stabiel prijspeil en daarmee voor de algehele economische welvaart.

Tegelijkertijd hoort het tot de fundamentele beginselen van een democratische samenleving dat openbare gezagsdragers verantwoording afleggen aan het publiek, waaraan ze in laatste instantie hun mandaat en onafhankelijkheid ontleen. Verantwoordingsplicht is op te vatten als de wettelijke en institutionele plicht van een onafhankelijke centrale bank haar besluitvorming op duidelijke en deugdelijke wijze uiteen te zetten aan de burger en diens gekozen vertegenwoordigers, zodat dezen de centrale bank verantwoordelijk kunnen houden voor de verwezenlijking van haar doelstellingen.

Het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap, waarin taken en doelstellingen van het ESCB zijn vastgelegd, is door alle EU-lidstaten geratificeerd conform de bepalingen van hun nationale wetgeving. Zo hebben de burgers van Europa het ESCB het mandaat gegeven de prijsstabiliteit te handhaven en, onverminderd deze primaire doelstelling, het algemene economische beleid van de Gemeenschap te ondersteunen. Tegelijkertijd bevat het Verdrag nauw omschreven rapportageverplichtingen, die het Europese publiek en zijn gekozen vertegenwoordigers in staat stellen de ECB verantwoordelijk te stellen voor het bereiken van deze doelstellingen. Deze institutionele constructie is herbevestigd door de Conventie over de toekomst van Europa en opgenomen in het ontwerp-Verdrag tot vaststelling van een Grondwet voor Europa (zie Hoofdstuk 4, paragraaf 1).

De ECB heeft van meet af aan het fundamentele belang van haar verantwoordingsplicht onderkend en onderhoudt daarom een geregelde dialoog met de Europese burger en diens gekozen vertegenwoordigers. Dit voornemen komt onder meer tot uiting in de talrijke openbare speeches welke leden van de raad van Bestuur in 2003 door het gehele eurogebied hebben gehouden. Zulke contacten met Europese burgers stellen het Eurosysteem in staat de beleidsbesluiten van de Raad van Bestuur toe te lichten en rechtstreeks te reageren op eventuele bezwaren of bezorgdheid.

Behalve tot dergelijke rechtstreekse contacten met de Europese burger verplicht het Verdrag de ECB tot een aantal rapportages, waarvan het Jaarverslag – gericht aan het Europees Parlement, de EU-Raad, de Commissie en de Europese Raad – een voorbeeld is. Tot de rapportageverplichtingen behoren voorts de publicatie van een driemaandelijks verslag en een financiële weekstaat. Met de publicatie van uitvoerige maandelijkse berichtgeving voldoet de ECB ruimschoots aan deze verplichtingen. Op institutioneel vlak kent het Verdrag inzake de verantwoordingsplicht van de ECB een vooraanstaande rol toe aan het Europees Parlement (zie paragraaf 2 van dit hoofdstuk).

Verantwoording kent tal van raakvlakken met transparantie. Transparantie houdt niet alleen de openbaarmaking van informatie in, maar tevens het op een voor het publiek inzichtelijke wijze structureren van die informatie. Transparantie maakt het gemakkelijker de centrale banken verantwoording te doen afleggen. De ECB beschouwt transparantie als een essentieel onderdeel van haar monetaire-beleidskader. Het transparantievereiste verplicht centrale banken duidelijk uit te leggen hoe zij hun mandaat interpreteren en implementeren, en draagt er zo toe bij dat het publiek de verrichtingen van de centrale bank kan controleren en evalueren. Tevens verplicht het de centrale bank ertoe het analytisch kader dat zij gebruikt voor haar interne besluitvorming en haar beoordeling van de economische situatie inzichtelijk te maken, alsook de economische beweegredenen die ten

grondslag liggen aan haar besluitvorming. Ook openbaarheid ten aanzien van de monetaire-beleidsstrategie bevordert de transparantie in hoge mate. Conform deze overwegingen heeft de ECB haar monetaire-beleidsstrategie in 1998 openbaar gemaakt. Na een gedegen evaluatie door de Raad van Bestuur is die strategie in mei 2003 nog eens bevestigd en verduidelijkt (zie Hoofdstuk 1, paragraaf 1). Aldus heeft de ECB het publiek een duidelijke norm verschaft waaraan het de verrichtingen van de ECB kan toetsen.

Transparantie bevordert de effectiviteit van het monetaire beleid op een aantal manieren. Ten eerste kan een centrale bank haar geloofwaardigheid bevorderen door haar interpretatie van haar mandaat en de wijze waarop ze daar invulling aan geeft kenbaar te maken. Wanneer een centrale bank als besluitvast wordt beschouwd en in staat wordt geacht haar beleidsmandaat te verwezenlijken, biedt dat houvast aan verwachtingen omtrent toekomstige prijsontwikkelingen. En wanneer die verwachtingen stabiel blijven op waarden die in overeenstemming zijn met een stabiel prijsniveau, hebben deelnemers aan het economische verkeer op hun beurt minder reden om af te wijken van de verwachting van prijsstabiliteit bij het vaststellen van lonen of prijzen en bestaat er tevens minder gevaar van een in- of deflatoire loon-prijsspiraal.

Ten tweede dwingt een sterk op openheid gericht beleid beleidsmakers tot zelfdiscipline, hetgeen weer bijdraagt tot de consistentie op termijn van hun beleidsbesluiten en de toelichtingen daarop. De aldus vergemakkelijkte publieke controle op monetaire-beleidsbesluiten vormt een extra stimulans voor besluitvormende instanties om hun taken op correcte, consistente wijze uit te voeren.

Ten derde biedt de centrale bank de markten, middels het openbaar maken van haar monetaire-beleidsstrategie en haar periodieke beoordeling van de economische ontwikkelingen, een leidraad voor een efficiënter en nauwkeuriger vorming van marktverwachtingen. Dit verschaft de financiële markten een beter inzicht

in het reactiepatroon van het monetaire beleid naar aanleiding van economische ontwikkelingen, zodat zij de globale richting van het monetaire beleid op de middellange termijn beter kunnen inschatten, met als logisch gevolg de egalisering van ontwikkelingen in de financiële markten.

Om verantwoording en transparantie te garanderen gebruikt de ECB een veelheid aan communicatiemiddelen die tezamen ver uitgaan boven de rapportageverplichtingen in het Verdrag en die nader worden verklaard in Hoofdstuk 6.¹

¹ Zie voor een uitvoeriger bespreking van verantwoording en transparantie het ECB-Maandbericht van november 2002.

2 VERANTWOORDING TEGENOVER HET EUROPEES PARLEMENT

2.1 OVERZICHT VAN DE BETREKKINGEN MET HET EUROPEES PARLEMENT IN 2003

Conform het bepaalde in Artikel 113 van het Verdrag heeft de ECB wederom op gezette tijden het Europees Parlement geïnformeerd omtrent haar besluiten inzake het monetaire beleid en haar overige taken. Evenals in voorgaande jaren vormde de driemaandelijks ontmoeting van de President van de ECB met de Economische en Monetaire Commissie het voornaamste platform voor de dialoog tussen de ECB en het Europees Parlement. Ook heeft de President op uitnodiging van het Europees Parlement het Jaarverslag van de ECB over 2002 gepresenteerd tijdens de jaarlijkse plenaire zitting van het Parlement.

Daarnaast zijn, zoals gebruikelijk, de overige leden van de Directie eveneens uitgenodigd om voor het Europees Parlement te verschijnen voor een gedachtewisseling over diverse onderwerpen. In april 2003 presenteerde de Vice-President het Jaarverslag van de ECB over 2002 aan de Economische en Monetaire Commissie. In maart nam de heer Issing deel aan een hoorzitting voor de Economische en Monetaire Commissie inzake het economische klimaat en de voorlopige Globale Richtsnoeren voor het Economisch Beleid voor de periode 2003–2005.

In uitbreiding op haar Verdragsverplichtingen handhaafde de ECB de vrijwillige regeling waarbij zij schriftelijke vragen van Europarlementariërs op het gebied van de uitvoering van haar mandaat beantwoordt.

Tot slot moet de rol worden vermeld die het Europees Parlement heeft gespeeld bij de benoeming van een nieuwe President en andere leden van de Directie. Krachtens Artikel 112 van het Verdrag spreekt het Europees Parlement zijn oordeel over kandidaten uit alvorens zij in onderlinge overeenstemming worden benoemd door de regeringen van de lidstaten op het niveau van staatshoofden en regeringsleiders. Ten behoeve van zijn oordeelsvorming heeft het Europees Parlement de heer Trichet en

mevrouw Tumpel-Gugerell uitgenodigd te verschijnen voor de Economische en Monetaire Commissie, om hun visie uiteen te zetten en vragen van Comitéleden te beantwoorden. Na deze hoorzittingen heeft de plenaire zitting van het Europees Parlement voor beide benoemingen haar steun uitgesproken.

2.2 VISIE VAN DE ECB OP ENKELE TIJDENS DE ONTMOETING MET HET EUROPEES PARLEMENT BESPROKEN KWESTIES

Hoewel tijdens de ontmoetingen met de Economische en Monetaire Commissie een breed scala aan beleidsterreinen werd besproken, lag de nadruk op de monetaire-beleidsbesluiten van de ECB en op haar beoordeling van de daaraan ten grondslag liggende economische en monetaire ontwikkelingen. In deze paragraaf komen andere belangrijke door het Europees Parlement ter tafel gebrachte kwesties aan de orde, met het standpunt terzake zoals uiteengezet door de ECB. Veel van deze kwesties komen eveneens ter sprake in de Resolutie van het Europees Parlement van 3 juli 2003 inzake het vorig jaar door de ECB aangeboden Jaarverslag.

WIJZIGING VAN DE STEMPROCEDURE BINNEN DE RAAD VAN BESTUUR

Conform Artikel 10.6 van de Statuten van het ESCB heeft de ECB op 3 februari 2003 een aanbeveling aan de EU-Raad gezonden betreffende wijziging van de stemprocedure binnen de Raad van Bestuur (zie voorts Hoofdstuk 8, paragraaf 1). Bovengenoemd Artikel bepaalt tevens dat de Raad alvorens een besluit te nemen de Europese Commissie en het Europees Parlement dient te raadplegen. In februari 2003 lichtte de President van de ECB de aanbeveling toe voor de Economische en Monetaire Commissie. Tijdens het debat ontmoette de aanbeveling kritiek.

In zijn op 13 maart aangenomen advies verwierp het Europees Parlement de aanbeveling van de ECB en stelde het voor de bestaande regeling te handhaven, waarbij alle centrale-

bankpresidenten in het eurosysteem stemrecht hebben in de Raad van Bestuur.

In maart 2003 stemde de EU-Raad, bestaande uit staatshoofden en regeringsleiders, unaniem in met de nieuwe stemprocedures van de Raad van Bestuur en bekrachtigde daarmee de aanbeveling van de ECB. De wijziging van de stemprocedure gaat in na ratificatie door alle lidstaten in overeenstemming met de daarvoor per lidstaat geldende constitutionele vereisten. De nieuwe stemprocedures worden toegepast zodra het aantal centralebankpresidenten in de Raad van Bestuur de vijftien overtreft.

EVALUATIE VAN DE MONETAIRE-BELEIDSSTRATEGIE VAN DE ECB

De President heeft het Europees Parlement in kennis gesteld van de uitkomst van een evaluatie van de monetaire-beleidsstrategie van de ECB door de Raad van Bestuur (zie voor nadere bijzonderheden Hoofdstuk 1, paragraaf 1). Een aantal leden van de Economische en Monetaire Commissie toonde zich verheugd over de herbevestiging en verduidelijking van deze strategie, vooral waar het de definitie van prijsstabiliteit betrof, en stelde dat de continuïteit van het ECB-beleid erdoor werd gegarandeerd. Andere Commissieleden opperden de vraag of de monetaire-beleidsstrategie van de ECB wel symmetrisch was in de zin dat ze zowel inflatie als deflatie vermeed, en of de definitie van prijsstabiliteit die de ECB hanteerde wel voldoende rekening hield met een potentiële meetfout in de HICP.

De President zette uiteen dat de ECB zou blijven waken voor zowel inflatie als deflatie. In deze context, aldus de President, verschaft de recente toelichtende verklaring dat de Raad van Bestuur er ter bescherming van de prijsstabiliteit naar zal streven de inflatie op de middellange termijn op een niveau vlak onder een HICP-stijging van 2% per jaar te handhaven een beduidende en afdoende veiligheidsmarge tegen het risico van deflatie. Hij voegde hieraan toe dat de mate van vertekening in de consumptieprijsindex HICP weliswaar onzeker was, maar dat deze volgens de beschikbare onder-

zoeksresultaten waarschijnlijk beperkt was. Door duidelijk aan te geven dat de prijsstabiliteit op de middellange termijn diende te worden gehandhaafd, aldus de President, hield de ECB rekening met het feit dat een centrale bank nu eenmaal niet in staat is tot fijnafstemming van prijsontwikkelingen op de korte termijn, en dat prijsstijgingen het niveau dat verenigbaar is met prijsstabiliteit dus tijdelijk kunnen overschrijden.

In een resolutie betreffende het Jaarverslag over 2002 van de ECB stemde het Europees Parlement in met de evaluatie van de monetaire-beleidsstrategie van de ECB en sprak het zijn overtuiging uit 'dat de verduidelijkingen de toepasselijkheid van de beleidsstrategie in de komende jaren zal vergroten'.

VERANTWOORDING EN TRANSPARANTIE

Verantwoording en transparantie speelden wederom een voornamelijk rol in de dialoog tussen de ECB en het Europees Parlement. De beide instellingen brachten geen inhoudelijke wijzigingen in hun standpunt aan. In zijn resolutie betreffende het Jaarverslag over 2002 van de ECB drong het Europees Parlement opnieuw aan op openbaarmaking van zowel samenvattingen van als het stemgedrag tijdens vergaderingen van de Raad van Bestuur.

De President memoreerde dat het beleid van de ECB op dit punt de weerslag vormt van de specifieke institutionele situatie waarin de ECB haar taken verricht, waarbij monetaire-beleidsbesluiten worden genomen op het niveau van het eurogebied terwijl het economisch beleid nog overwegend de verantwoordelijkheid van de individuele lidstaten is. Gezien het door deze constructie ontstane risico dat leden van de Raad van Bestuur worden gezien als nationale vertegenwoordigers, aldus de President, heeft de ECB besloten geen gegevens te publiceren die zouden kunnen leiden tot de openbaarmaking van, of tot speculaties over, individueel stemgedrag. Dit beleid zal er blijvend toe bijdragen dat besluiten van de Raad van Bestuur uitsluitend worden genomen vanuit het perspectief van het eurogebied. Daarnaast zal

mede dankzij deze werkwijze van de ECB de aandacht van het publiek worden gevestigd op de uitkomst van beleidsoverwegingen in plaats van op individueel stemgedrag. Op die manier zorgt de ECB voor heldere communicatie, waardoor de effectiviteit en voorspelbaarheid van haar monetaire-beleidsbesluiten zou worden vergroot. Tot slot memoreerde de President dat de door de ECB gekozen communicatiekanalen, met name de maandelijkse persconferenties onmiddellijk na afloop van de vergadering van de Raad van Bestuur, een belangrijker bijdrage tot tijdige informatieverstrekking leveren dan de publicatie van notulen.

Meer in het algemeen benadrukte de President dat de besprekingen met het Europees Parlement zorgvuldig worden geëvalueerd en werden meegenomen bij beraadslagingen van de besluitvormende organen van de ECB. Hij noemde als voorbeeld de publicatie van de interne economische prognoses van de ECB, waartoe is overgegaan na een verzoek daartoe vanuit het Europees Parlement. De ECB blijft er overigens naar streven haar verantwoording en transparantie te verbeteren voorzover de verwezenlijking van haar beleidsdoelstellingen dat toelaat, aldus de President.

DE INTERNATIONALE ROL VAN DE EURO EN DE EXTERNE VERTEGENWOORDIGING VAN HET EUROGEBIED

Nog een beleidsterrein waarover het Europees Parlement zich in 2003 diepgaand gebogen heeft, was de internationale rol van de euro en de externe vertegenwoordiging van het eurogebied. Een aantal leden van de Economische en Monetaire Commissie riepen op tot het voeren van een actiever beleid om het gebruik van de gemeenschappelijke munt op internationaal niveau te bevorderen, bijvoorbeeld als factuurvaluta bij de invoer van goederen en energievoorraden in het eurogebied. Daarnaast deed het Europees Parlement, in zijn besluit over de internationale rol van de eurozone en de eerste evaluatie van de invoering van de chartale euro, aangenomen op 3 juli 2003, het voorstel een persoonlijke vertegenwoordiger van het eurogebied te benoemen, die zou moeten beschik-

ken over 'verregaande bevoegdheden om te spreken en op te treden namens de eurolanden in alle belangrijke multilaterale financiële en economische fora'. In de visie van het Europees Parlement zou deze rol kunnen worden vervuld door de Vice-President van de Europese Commissie belast met Economische en Monetaire Zaken.

De President memoreerde dat in de opvatting van de ECB, de internationale rol van de euro hoofdzakelijk door de markt wordt bepaald. De ECB zal het gebruik van de euro door niet-ingezetenen van het eurogebied dan ook willen stimuleren noch tegengaan. Overigens, aldus de President, is de internationale rol van de gemeenschappelijke munt de afgelopen jaren geleidelijk in belang toegenomen. De President deelde de opvatting van het Europees Parlement dat er behoefte bestaat aan verbetering van het statistisch kader waarmee het internationale gebruik van de euro wordt gevolgd, en meldde dat de ECB actief werkte aan de realisering van dat doel en dit ook meenam in haar statutair afgegeven oordelen.

Wat betreft de externe vertegenwoordiging van het eurogebied verklaarde de President met nadruk dat de ECB waar het de euro betrof zou blijven optreden als de instantie die op internationaal niveau het standpunt van het eurogebied uitdraagt, conform haar verantwoordelijkheden krachtens het Verdrag. In overeenstemming met haar mandaat is de ECB, zoals vertegenwoordigd door leden van haar besluitvormende organen, de enige woordvoerder van het eurogebied in alle aangelegenheden die verband houden met het gemeenschappelijke monetaire beleid, een rol die wordt erkend door de markten en het brede publiek en die voorts is bekrachtigd door de Conventie over de Toekomst van Europa.

Kunstenaar

Gérard Garouste

Titel

La duègne et le pénitent, 1998

Materiaal

Olieverf op linnen

Afmetingen

195 × 160 cm



HOOFDSTUK 6

EXTERNE COMMUNICATIE

I COMMUNICATIEBELEID

Communicatie vormt een integraal onderdeel van het monetaire beleid van de ECB en de uitvoering van haar overige taken. In haar communicatie met het publiek, de media en belanghebbende deskundigen zoals deelnemers aan de financiële markten, stelt de ECB zich ten doel een bijdrage te leveren aan de doeltreffendheid, efficiëntie en geloofwaardigheid van haar monetaire beleid. Daarnaast gebruikt de ECB haar communicatiemiddelen om verantwoording af te leggen voor haar handelingen, zoals in Hoofdstuk 5 uitgebreid te lezen staat. Om deze doelstellingen te kunnen verwezenlijken moet de ECB open en transparant zijn. Zij moet zich inspannen om de kennis en het begrip van het publiek inzake haar taken en strategie als ook haar nauwe samenwerking met de nationale centrale banken in het Eurosysteem te vergroten.

De communicatie-inspanningen van het ESCB zijn gericht op het publiek in de EU, met name in het eurogebied. Daarom is het belangrijk dat het ESCB een groot aantal regionale en nationale doelgroepen in hun eigen taal en context kan aanspreken. In dit verband biedt de gedecentraliseerde structuur van het ESCB de juiste vorm om het grote publiek en belanghebbenden van informatie te voorzien. Communicatie-experts van de ECB en de nationale centrale banken wisselen regelmatig met elkaar van gedachten ten einde hun inspanningen te coördineren.

In het kader van de aanstaande uitbreiding van de EU richten de communicatie-inspanningen van het ESCB zich in toenemende mate op het publiek in de toetredende landen. Doordat de ECB nauw samenwerkt met de centrale banken van die landen, is de geografische reikwijdte van haar externe communicatie toegenomen.

2 COMMUNICATIEMIDDELEN

De ECB maakt gebruik van diverse communicatiemiddelen om aan de bovengenoemde doelstellingen te voldoen. De belangrijkste communicatiekanalen zijn de maandelijks door de President en de Vice-President gehouden persconferenties, die een onontbeerlijk rechtstreeks communicatie-instrument vormen, alsmede het Maandbericht en het Jaarverslag. Via de persconferenties en het Maandbericht presenteert de ECB haar beoordeling van de economische ontwikkelingen en licht zij haar monetaire beleidsbesluiten op transparante en tijdige wijze toe. De ECB is één van de meest transparante centrale banken ter wereld. De in 1999 vastgestelde formule van een regelmatige, rechtstreekse en uitgebreide toelichting op het beleid, de beoordelingen en de besluiten van de ECB belichaamt haar uitzonderlijk open en transparante benadering van communicatie.

Ook het Jaarverslag is bijzonder belangrijk omdat het één van de wettelijk vereiste publicaties is van de ECB, en zich richt tot het Europees Parlement, de EU-Raad, de Europese Commissie en de Europese Raad. Hierin worden de activiteiten van het ESCB en het monetaire beleid van zowel het vorige als het lopende jaar uiteengezet, en legt de ECB verantwoording af voor haar daden.

Het Maandbericht bevat tevens artikelen over ontwikkelingen op de langere termijn, aangelegenheden met betrekking tot centraal bankieren in het algemeen en de door het Eurosysteem in zijn monetaire-beleidsstrategie gebruikte analytische instrumenten. Een lijst van de in 2003 gepubliceerde artikelen is te vinden in de bijlage inzake door de ECB gepubliceerde documenten. In januari 2004 is het Maandbericht in een nieuwe opmaak verschenen. Deze nieuwe opmaak vormt de basis voor een herziening van de opmaak van andere publicaties; te zijner tijd zullen alle publicaties van de ECB in de nieuwe huisstijl verschijnen.

De President van de ECB brengt eens per kwartaal verslag uit voor de Economische en Monetaire Commissie van het Europese Parlement en eens per jaar tijdens de plenaire zitting van het

Europees Parlement. Ook andere leden van de Directie van de ECB worden door de Commissie uitgenodigd om verslag uit te brengen (zie Hoofdstuk 5, paragraaf 2).

Een ander belangrijk communicatiemiddel zijn de door leden van de besluitvormende organen van de ECB gehouden toespraken en interviews.

Daarnaast publiceert de ECB als onderdeel van haar periodieke verslagen aan de financiële sector en het grote publiek persberichten over belangwekkende besluiten van de Raad van Bestuur, over door de ECB verrichte bijzondere onderzoeken en over andere onderwerpen die van belang zijn.

De dialoog met deelnemers aan de financiële markten en andere belanghebbenden wordt bij tijd en wijle geformaliseerd door middel van publieke consultaties. In 2003 werd dit instrument gebruikt om hun meningen te peilen over aangelegenheden die de betalings- en effectenafwikkelingssystemen betreffen, alsook het onderpandkader van het Eurosysteem (zie Hoofdstuk 2).

Verder draagt de ECB bij tot de verspreiding van onderzoeksresultaten betreffende het gehele scala aan centrale-bankactiviteiten door "Working Papers" en "Occasional Papers" te publiceren en wetenschappelijke congressen, seminars en workshops te organiseren. In 2003 waren de belangrijkste evenementen het seminar over druktechnieken voor bankbiljetten, het door de ECB en de Commissie voor Betalings- en Afwikkelingssystemen van de G-10 gezamenlijk georganiseerde congres over de uitdagingen van betalingssystemen voor de private en de publieke sector, het tezamen met de BIS gesponsorde symposium over insolventie, het in samenwerking met de Banco de España georganiseerde congres over prijzen, productiviteit en groei, het congres over het conjunctuurnetwerk van het eurogebied, het in Washington D.C. gehouden "International Research Forum on Monetary Policy" en diverse andere in samenwerking met verschillende academische

genootschappen en nationale centrale banken uit het eurogebied georganiseerde workshops.

Alle door de ECB gepubliceerde documenten zijn beschikbaar op de website van de ECB (www.ecb.int), die tevens dient als vraagbaak voor het publiek en als platform vanwaar de publieke consultaties gelanceerd worden. Het gebruik van deze website is de afgelopen jaren fors gegroeid. Met name de onderdelen “Statistics”, “Press releases” en “Job opportunities” worden vaak bezocht. In 2003 is de ECB begonnen met het herinrichten van haar website om het zoeken naar specifieke documenten en het schakelen tussen de verschillende onderdelen te vergemakkelijken. Ook wordt beoogd de

website toegankelijker te maken niet alleen voor deskundigen maar ook voor het grote publiek en gebruikers met een handicap. De nieuwe website zal volgens plan in het tweede kwartaal van 2004 in gebruik worden genomen.

De ECB brengt haar openheid ook letterlijk in praktijk door bezoekers te ontvangen in haar onderkomen in Frankfurt. In 2003 kregen ruim 7.000 bezoekers informatie uit de eerste hand in de vorm van lezingen en presentaties door werknemers van de ECB. Het merendeel van deze bezoekers bestond uit economiestudenten en studenten van andere sociale wetenschappen.

3 COMMUNICATIEAANGELEGENHEDEN IN 2003

De voornaamste communicatieaangelegenheden in 2003 betroffen onder meer:

- De evaluatie van de monetaire-beleidsstrategie. De Raad van Bestuur heeft de monetaire-beleidsstrategie bevestigd en enkele elementen daarvan toegelicht (zie Hoofdstuk 1, paragraaf 1).
- De monetaire-beleidskoers (zie Hoofdstuk 1, paragraaf 2).
- De visie van de ECB op de begrotingsontwikkelingen in het eurogebied (zie Hoofdstuk 1, paragraaf 2).
- De monetaire-beleidsstransacties. Na een publieke-consultatieprocedure zijn in het operationele kader een aantal wijzigingen aangebracht die in het eerste kwartaal van 2004 van kracht zullen worden (zie Hoofdstuk 2, paragraaf 1).
- Het vervalsen van eurobankbiljetten. De ECB heeft wederom het publiek regelmatig op de hoogte gehouden van ontwikkelingen met betrekking tot vervalste eurobankbiljetten (zie Hoofdstuk 2, paragraaf 3).
- De visie van de ECB op het ontwerp-Verdrag tot vaststelling van een Grondwet voor Europa (zie Hoofdstuk 4, paragraaf 1).
- Toezichtsaangelegenheden en financiële stabiliteit, met name de deelname van de ECB aan de voorbereidingen voor de invoering van het nieuwe Kapitaalakkoord van het Bazel Comité (“Bazel II”) (zie Hoofdstuk 3).
- Het beleidsstandpunt van de Raad van Bestuur inzake wisselkoersaangelegenheden met betrekking tot de toetredende landen (zie Hoofdstuk 7, paragraaf 1).
- De samenwerking met de centrale banken van de toetredende landen en de ontwikkeling van een werkrelatie met de media in die landen (zie Hoofdstuk 7).

DE MISSIE VAN DE ECB

In augustus 2003 heeft de Directie de missie van de ECB goedgekeurd. De missie wordt beschouwd als de rode draad in zowel de interne als de externe communicatie van de ECB. Zij is opgesteld in het kader van de inspanningen om het functioneren van de interne organisatie van de ECB te versterken (zie Hoofdstuk 8, paragraaf 2). De missie luidt als volgt:

“De Europese Centrale Bank en de nationale centrale banken vormen samen het Eurosysteem, het centrale-bankstelsel van het eurogebied. Het hoofddoel van het Eurosysteem is het handhaven van prijsstabiliteit: het waarborgen van de waarde van de euro.

Bij de Europese Centrale Bank zetten wij ons er ten volle voor in alle aan ons toevertrouwde centrale-banktaken doeltreffend uit te voeren, waarbij wij streven naar het hoogste niveau van integriteit, deskundigheid, efficiëntie en transparantie.”

In drie zinnen wordt in deze missie het “wat, waarom en hoe” van de ECB uiteengezet. In de eerste zin wordt de fundamentele relatie van de ECB met de nationale centrale banken van het eurogebied erkend. De tweede zin benadrukt de primaire doelstelling die door het Verdrag aan het Eurosysteem is toegekend. Naast dit hoofddoel voert de ECB krachtens haar mandaat een breed scala aan andere taken en activiteiten uit, waarnaar in het eerste deel van de derde zin wordt verwezen. In het tweede deel van die zin wordt aangegeven welke waarden de staf en het management van de ECB van belang achten bij de uitvoering van hun taken. In een enquête kregen de medewerkers van de ECB de gelegenheid aan te geven aan welke waarden zij bijzonder belang hechtten. Aan alle medewerkers werd gevraagd een aantal waarden te rangschikken al naar gelang hun belang voor het werk van de ECB. De uitkomsten van de enquête vormden de directe basis voor de formulering van de missie.

- De ontwikkeling van nieuwe en verbeterde monetaire en bancaire statistieken (zie Hoofdstuk 2).
- Organisatorische aangelegenheden binnen het ECB, met name de voorbereidingen voor de toekomstige huisvesting van de ECB, en de inspanningen om het functioneren van de interne organisatie te versterken (zie Kader 12 en Hoofdstuk 8, paragraaf 2).

Kunstenaar

Árpád Szabados

Titel

Zonder titel, 1995

Materiaal

Gemengde media op canvas

Afmetingen

120 × 90 cm



HOOFDSTUK 7

UITBREIDING VAN DE EUROPESE UNIE

De tien toetredende landen – Tsjechië, Estland, Cyprus, Letland, Litouwen, Hongarije, Malta, Polen, Slovenië en Slowakije – en de huidige 15 EU-lidstaten ondertekenden het Toetredingsverdrag op de informele bijeenkomst van de Europese Raad in Athene op 16 april 2003. Nog twee andere landen – Bulgarije en Roemenië – hebben de toetredingsonderhandelingen nog niet afgerond, maar kregen wel het vooruitzicht dat ze tot de EU zouden toetreden in 2007¹. Het Toetredingsverdrag bepaalt het kader en de voorwaarden voor de uitbreiding van de EU tot 25 lidstaten. Alle huidige en nieuwe lidstaten hebben het Verdrag geratificeerd. In het kader van het ratificatieproces hebben alle toetredende landen (behalve Cyprus) openbare referenda gehouden: deze negen landen keurden de toetreding tot de EU goed, acht onder hen met een ruime meerderheid.

Bij toetreding zullen de tien landen tot de EMU toetreden met de status van “lidstaten met een derogatie” (landen die nog niet tot de euro zijn overgegaan) en zullen hun centrale banken lid worden van het ESCB. Zodra blijkt dat deze landen duurzame convergentie hebben bereikt overeenkomstig de in het Verdrag van Maastricht bepaalde convergentiecriteria², zullen zij de euro invoeren en zullen hun centrale banken deel uitmaken van het Eurosysteem.

In 2003 bleef het Eurosysteem betrokken bij het toetredingsproces in al zijn taakgebieden. Het voerde beleidsmatige en technische dialogen om de centrale banken van de toetredende landen te helpen bij het voorbereiden van hun integratie in het ESCB en vervolgens in het Eurosysteem. Wat de beleidsmatige dialoog betreft, werden diverse bilaterale contacten gelegd met de centrale banken van de toetredende landen om het monetaire en wisselkoersbeleid evenals andere centrale-bankkwesties te bespreken. Het hoofddoel was te trachten het onderlinge begrip voor de toekomstige uitdagingen te bevorderen. Daarnaast bleef de ECB betrokken bij de “Economische Dialoog” tussen de EU en de kandidaat-lidstaten³ en stelde zij in november 2003 aan het Economisch en Financieel Comité een verslag voor over de uitdagingen inzake macro-

economische en financiële stabiliteit in de toetredende landen. Tot slot werd in maart 2004 in Parijs een symposium op hoog niveau over het toetredingsproces gehouden met het ESCB en alle centrale banken van de kandidaat-lidstaten. De onderwerpen van dit symposium hadden met name betrekking op het monetaire en wisselkoersbeleid en op de praktische werking van het Exchange Rate Mechanism II (ERM II).

In het vlak van de technische samenwerking, voerde het Eurosysteem zijn steun aan de centrale banken van de toetredende landen in 2003 op, teneinde hen te helpen bij de voorbereiding van hun lidmaatschap van het ESCB en het Eurosysteem. Deze activiteiten waren voornamelijk gericht op statistiek, juridische aangelegenheden, betalingssystemen, monetair beleid en operationele aangelegenheden, maar omvatten tevens andere centrale-bankonderwerpen, waaronder financiële stabiliteit en toezicht, bankbiljetten, interne audit en informatietechnologie.

Dit hoofdstuk geeft een overzicht van de recente economische, financiële en juridische ontwikkelingen in de toetredende landen en omschrijft uitvoerig enkele van de toetredingsgebonden voorbereidende activiteiten die door het Eurosysteem werden uitgevoerd.

1 De term “kandidaat-lidstaten” wordt gebruikt om te verwijzen naar de tien toetredende lidstaten plus Bulgarije en Roemenië.

2 Zie Artikel 121(1) van het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap.

3 De term “kandidaat-lidstaten” wordt tevens gebruikt om te verwijzen naar de 12 kandidaat-lidstaten plus Turkije.

I BELANGRIJKSTE ECONOMISCHE EN FINANCIËLE ONTWIKKELINGEN EN BELEIDSKWESTIES

In 2003 bleef het Eurosysteem de economische en financiële ontwikkelingen in de toetredende landen volgen. De meest relevante economische onderwerpen voor het Eurosysteem waren de inflatie-ontwikkelingen, het monetaire en wisselkoersbeleid, de economische groei en de reële convergentie, de betalingsbalansontwikkelingen en het begrotingsbeleid. Het volgen van de financiële markten had betrekking op recente ontwikkelingen in zowel de banksector als de obligatie- en aandelenmarkten.

I.1 ECONOMISCHE ONTWIKKELINGEN

INFLATIE

De inflatie is de afgelopen jaren opvallend snel gedaald in de toetredende landen. De gemiddelde inflatie is teruggelopen van getallen met twee cijfers eind jaren negentig tot een niveau in de buurt van dat van het eurogebied. Begin 2003 lag het gemiddelde inflatieniveau zelfs onder dat van het eurogebied. Tegen eind 2003 steeg de inflatie weer tot iets boven het peil in het eurogebied. De voortgang inzake desinflatie bleef echter variëren van land tot land. Terwijl sommige landen zeer lage inflatiecijfers lieten optekenen, en in sommige gevallen zelfs een tijdelijke daling van het algemene prijspeil lieten zien, is het desinflatieproces in andere landen nog niet voltooid.

De forse algemene daling van de inflatie was grotendeels het gevolg van het feit dat het beleidskader resoluut gericht was op het bestrijden van de inflatie. Tijdelijke factoren hebben echter eveneens een belangrijke rol gespeeld, in het bijzonder conjuncturele ontwikkelingen, de vertraagde effecten van de sterke wisselkoersstijging ten opzichte van de euro, een zekere afname van de druk op de energieprijzen, en een daling van de prijzen voor voedingsmiddelen. Aansluitend op de afgenomen inflatiedruk, is de beleidsrente in 2003 in de meeste toetredende landen verder blijven afnemen.

Het zal echter een hele uitdaging zijn om de inflatie op dat lage peil te handhaven. Er zijn

diverse factoren die de inflatiedruk zouden kunnen opvoeren, waardoor die economieën gevoelig zouden worden voor toenemende inflatieverwachtingen en loon-prijsspiralen. Ten eerste begint de conjunctuur in sommige landen aan te trekken. Ten tweede zijn tijdelijke factoren zoals de afnemende prijzen voor voedingsmiddelen geleidelijk aan het wegebben. Ten derde kan ook een tijdelijke inflatiedruk voortvloeien uit toetredingsgebonden factoren, zoals prijsderegulering, een aanpassing van de prijzen voor voedingsmiddelen naarmate de toetredende landen het Gemeenschappelijk Landbouwbeleid invoeren, en wijzigingen in de indirecte belastingen zoals vereist door de EU-wetgeving. Tot slot is het waarschijnlijk dat het inhaalproces de komende jaren in zekere mate de inflatieresultaten zal beïnvloeden als gevolg van het “Balassa-Samuelson-effect” (zie Kader 4) en de loondruk, waarvan de impact vermoedelijk zal afhangen van het beloop van de nominale wisselkoersen.

MONETAIR EN WISSELKOERSBELEID

De toetredende landen volgen uiteenlopende monetaire beleidsstrategieën, een weerspiegeling van hun onderlinge heterogeniteit in nominale, reële en structurele termen. Sommige landen met vaste-wisselkoersstelsels hanteren een wisselkoersdoelstelling, terwijl andere landen er kaders voor het nastreven van inflatiedoelstellingen of gemengde strategieën op nahouden. Er zijn twee landen die hun munt eenzijdig aan de euro koppelen binnen een fluctuatied marge van $\pm 15\%$. In de loop van 2003 zijn de wisselkoersstelsels in de toetredende landen ongewijzigd gebleven, hoewel enkele verfijningen werden aangebracht aan de monetaire-beleidskaders van verschillende toetredende landen, meestal met het oog op het afstemmen van het monetaire beleid op de toekomstige monetaire integratie.

De bestaande monetaire en wisselkoersstrategieën droegen in aanzienlijke mate bij tot de macro-economische stabilisatie in de toetredende landen door te voorzien in een geloofwaardig anker voor de inflatieverwachtingen, rekening houdend met de grote openheidsgraad

van de meeste van deze landen. Meer recentelijk hebben sommige landen met meer flexibele wisselkoersstelsels echter een stijging van de nominale wisselkoersvolatiliteit genoteerd. Deze ontwikkelingen waren het gevolg van een aantal factoren, inclusief veranderingen in het investeerderssentiment na nieuwe macro-economische en budgettaire ontwikkelingen, en in sommige gevallen mogelijk na externe schokken. De hoge wisselkoersvolatiliteit kan het monetaire beleid bemoeilijken, nefaste gevolgen hebben voor de handel, en het moeilijker maken om de evenwichtswisselkoersen te beoordelen.

Wanneer de nieuwe lidstaten toetreden tot de EU, zullen ze hun wisselkoersbeleid moeten beschouwen als een aangelegenheid van gemeenschappelijk belang en prijsstabiliteit als hoofddoelstelling van het monetaire beleid moeten hanteren. Er zal bovendien van hen worden verwacht dat ze op een bepaald tijdstip toetreden tot ERM II. Hoewel ERM II tegemoet kan komen aan verschillende wisselkoersstelsels, is het niet verenigbaar met het stelsel van vrij zwevende wisselkoersen (of geleid zwevende wisselkoersen zonder onderling afgesproken spilkoersen), kruipende wisselkoersen of koppelingen aan andere verankeringsmunten dan de euro. Dit betekent dat de kaders voor het wisselkoersbeleid in sommige gevallen moeten worden aangepast aan de kenmerken van het mechanisme. Verscheidene toetredende landen zijn momenteel hun monetaire en wisselkoersstrategieën aan het herzien in het licht van hun toekomstige toetreding tot ERM II.

Op 18 december 2003 publiceerde de ECB een beleidsstandpunt van de Raad van Bestuur over wisselkoersaangelegenheden die betrekking hebben op de toetredende landen. Dit standpunt is erop gericht om het proces van monetaire integratie in de toekomstige lidstaten te begeleiden.

ECONOMISCHE GROEI EN REËLE CONVERGENTIE

In een klimaat van wereldwijde trage groei, gaf de economische groei in de meeste toetredende landen in 2003 blijk van een aanzienlijke veer-

kracht, waarbij de reële bbp-groei wordt geraamd op een gemiddelde van circa 3,5%. De productieontwikkelingen waren bijzonder sterk in de Baltische Staten, en Polen – het grootste toetredende land – liet na twee jaar van zwakke groei een fors economisch herstel optekenen. De belangrijkste motor achter de groei in de optekenen meeste toetredende landen was de sterke binnenlandse vraag, die in sommige landen werd aangewakkerd door een verruiming van het begrotingsbeleid en door sterke loonstijgingen. In de meeste toetredende landen boette de reële exportgroei aan kracht in, maar vertoonde hij nog steeds een sterke dynamiek in het licht van de zwakke internationale conjunctuur en de sterke handelsintegratie van die landen met het eurogebied. Zo steeg de bijdrage van de netto uitvoer tot de reële bbp-groei in sommige landen aanzienlijk.

Op dit ogenblik is de kloof met de huidige EU-lidstaten inzake bbp per hoofd van de bevolking in de meeste toetredende landen nog steeds groot. Uitgedrukt in termen van koopkrachtpariteit, bedroeg het geschatte bbp per hoofd van de bevolking in de toetredende landen in 2002 gemiddeld circa 49% van het EU-gemiddelde. In termen van nominale wisselkoersen bedroeg het gemiddeld echter slechts 26%. Bovendien is de reële-inkomensconvergentie van de inkomensniveaus met de EU een geleidelijk proces, waarbij de groeiverschillen tussen de toetredende landen en de huidige EU-lidstaten de laatste jaren doorgaans ongeveer 2 procentpunten bedroegen.

De komende jaren zal de voortzetting van de reële convergentie – zonder de huidige prestaties inzake macro-economische stabiliteit op de helling te zetten – voor de toetredende landen een belangrijke uitdaging vormen. Voor de meeste toetredende landen lijkt een gemiddeld groeicijfer op de middellange termijn tussen 4% en 6% haalbaar, op voorwaarde dat de structurele hervormingen worden voortgezet en een op stabiliteit gericht beleid wordt gehandhaafd. Verwacht wordt dat de reële bbp-groei zal toenemen naarmate een aantal groeibevorderende factoren in toenemende mate een rol

gaan spelen, in het bijzonder de toetreding tot de EU. Hoewel de structurele aanpassingen en de hoge investeringen de groei zullen stimuleren, kunnen zij ook leiden tot een grotere volatiliteit van de productie, vooral omdat investeringen de neiging hebben om conjunctuurgevoeliger te zijn dan de consumptie. Deze factor zal voor de beleidsmakers bijgevolg een uitdaging blijven vormen.

BETALINGSBALANSONTWIKKELINGEN

In de meeste toetredende landen ging de reële convergentie gepaard met forse tekorten op de lopende rekeningen. Het gemiddelde tekort op de lopende rekening van de tien landen wordt in 2003 geraamd op circa 3,9% bbp, waarbij de tekorten bijzonder hoog waren in een aantal kleinere landen. Voor zover de toename van het tekort op de lopende rekening een gevolg is van besparings- en investeringsbeslissingen die gebaseerd zijn op verkeerde percepties van de economische omstandigheden – bijvoorbeeld een overschatting van de potentiële productiegroei of een onderschatting van mogelijke ongunstige schokken –, kan de houdbaarheid van de externe positie op de middellange of lange termijn onder druk komen te staan en kan de kwetsbaarheid voor externe ontwikkelingen toenemen. Tot dusver blijkt uit empirische bevindingen dat de meeste toetredende landen geen grote problemen ondervinden inzake concurrentievermogen. Ondanks de internationale economische teruggang, hebben de meeste landen de afgelopen jaren een aanhoudende groei van de uitvoer laten optekenen, en in vele gevallen hun marktaandeel in de EU verruimd.

Wat de toekomst betreft, zouden er risico's voor het externe concurrentievermogen kunnen ontstaan als de landen zouden af te rekenen hebben met een sterke druk om hun loon- en prijsniveaus te snel af te stemmen op die van de EU. Bovendien zou een ondoordachte mix van een laks begrotingsbeleid en een strak monetair beleid een sterke, zij het tijdelijke appreciatie van de munt kunnen teweegbrengen. De mogelijke risico's voor de houdbaarheid van de lopende rekening houden tevens verband met eventuele toekomstige veranderingen in het

financieringspatroon. Hoewel men er genoegzaam van uitgaat dat de inkomende kapitaalstromen bijdragen tot de reële convergentie – bijvoorbeeld via de geïmporteerde technologie en management-expertise – zouden zij tevens een destabiliserend effect kunnen sorteren. Dit zou het geval zijn als de omvang en de aard van de inkomende kapitaalstromen sterk zouden afwijken van het huidige patroon, waarbij de netto buitenlandse directe investeringen in vele landen grotendeels de tekorten op de lopende rekening dekken. Na afloop van het privatiseringsproces in de meeste toetredende landen, zou een mogelijke afname van de buitenlandse directe investeringen in dit verband een uitdaging kunnen vormen, hoewel de toetreding tot de EU nieuwe buitenlandse directe investeringen, d.w.z. investeringen in nieuwe projecten, in de hand zou kunnen werken, die de vermindering van de privatiseringsgebonden buitenlandse directe investeringen zouden kunnen opvangen. Het beheer van zeer volatiele kapitaalstromen zou nog een grotere uitdaging kunnen gaan vormen naarmate het macro-economische beleid zich in toenemende mate zou toespitsen op de voorbereiding op ERM II en, vervolgens, op de invoering van de euro. Daarnaast zouden kapitaalstromen die het absorptievermogen van de landen sterk zouden overtreffen, kunnen leiden tot oververhitting en een meer uitgesproken productievolatiliteit.

BEGROTINGSONTWIKKELINGEN

Ondanks de recente opleving van de economische activiteit, bleven de begrotingstekorten in de toetredende landen zich in 2003 gemiddeld op een hoog peil handhaven: in de orde van grootte van 5% bbp voor de tien landen als geheel. Terzelfder tijd bleven de begrotingsresultaten van land tot land verschillen. In de meeste toetredende landen is het begrotingstekort grotendeels structureel van aard, terwijl de sterkte van de automatische stabilisatoren (de automatische reacties van de begroting op de economische schommelingen) beperkt lijkt. Om de begrotingssituatie te consolideren, zullen de toetredende landen de structuur van hun overheidsuitgaven en -ontvangsten op duurzame en toekomstgerichte wijze moeten blijven

hervormen. Hoewel het gemiddelde schuldniveau in de toetredende landen verhoudingsgewijs laag is, zou het aanhouden van een permanent hoog tekort op een ogenblik dat de privatiseringsinkomsten opdrogen, aanleiding kunnen geven tot een ongunstige dynamiek inzake overheidsschuld, met een mogelijke weerslag op de kapitaalstromen en wisselkoersontwikkelingen. Bovendien zouden impliciete begrotingsverplichtingen verbonden aan de vergrijzing van de bevolking een extra uitdaging kunnen gaan vormen, althans voor sommige toetredende landen.

De uitdaging van de begrotingsconsolidatie zal des te groter worden, naarmate de toetredende landen de komende jaren geconfronteerd worden met een toenemende uitgavendruk. Deze druk zal ontstaan als gevolg van de voltooiing van het transitieproces, de bijdragen aan de EU-begroting, de verdere invoering van het *acquis communautaire*, en de budgettaire verplichtingen die verbonden zijn aan het lidmaatschap van de NAVO. Daarnaast kunnen de toekomstige hervormingen van de gezondheids- en pensioenstelsels, evenals de overheidsinvesteringen, tijdens het inhaalproces een belangrijke weerslag hebben op de begrotingssituatie in de toetredende landen. Terzelfder tijd kan de invoering van de concurrentiewetgeving van de EU leiden tot bezuinigingen voor bepaalde subsidies, wat de fiscale druk enigszins kan verlichten.

Bij hun toetreding tot de EU zullen de nieuwe lidstaten gehouden zijn door de bepalingen van het Stabiliteits- en Groeipact dat van toepassing is op alle EU-lidstaten, met inbegrip van de verplichtingen om buitensporige begrotingstekorten te vermijden en te streven naar een begrotingspositie nabij evenwicht of in overschot op de middellange termijn. Daarnaast is ook een geloofwaardig traject inzake begrotingsconsolidatie vereist met het oog op de toekomstige monetaire integratie van de toetredende landen. Hoewel de toetreding tot ERM II niet onderworpen is aan een reeks vooraf bepaalde criteria om een vlotte deelname aan het mechanisme mogelijk te maken, zouden belangrijke beleidsaanpassingen moeten gebeu-

ren alvorens de landen kunnen toetreden, en zou een geloofwaardig traject voor begrotingsconsolidatie moeten worden gevolgd.

1.2 ONTWIKKELINGEN OP DE FINANCIËLE MARKTEN IN DE TOETREDENDE LANDEN

BANCAIRE SECTOR

In de meeste toetredende landen is de diepte van de financiële markten beperkt, in overeenstemming met de omvang van deze economieën en het beperkte bedrag aan kredieten en deposito's. Hoewel de financiële markten in de toetredende landen grotendeels worden gedomineerd door de bancaire sector, is de mate van financiële bemiddeling (de rol van de banken als bemiddelaars voor het doorsluizen van gelden van de deponenten naar de kredietnemers) nog steeds vrij beperkt. Dit is echter niet het geval in Cyprus en Malta, aangezien deze landen geen overgang van een planmatig geleide economie naar een markteconomie dienden te ondergaan. In de toetredende landen van Centraal- en Oost-Europa komt de financiële bemiddeling slechts op circa één derde van het gemiddelde van het eurogebied uit, en is zij lager dan in de opkomende markteconomieën met een vergelijkbaar inkomensniveau. Dit is grotendeels te wijten aan i) de Ausgangssituatie voor het transitieproces, ii) de versturende effecten die voortvloeien uit de bankcrisis in deze landen aan het begin van de jaren negentig, iii) de relatief korte levensduur van de binnenlandse ondernemingen, die tot uiting komt in de sterke afhankelijkheid van financiering met eigen middelen en iv) de grote toestroom van buitenlandse directe investeringen in sommige landen.

Toch lijkt de bancaire sector in de toetredende landen, ondanks zijn beperkte omvang, relatief geconsolideerd en gezond, met een al met al bevredigend niveau van kapitalisatie, winstgevendheid en kwaliteit van activa. Bovendien is de bancaire sector in de toetredende landen grotendeels in buitenlandse handen: eind 2002 vertegenwoordigde de buitenlandse eigendom van de bancaire sector in de toetredende landen

(met uitzondering van Cyprus en Malta) circa 70% van het maatschappelijk kapitaal en 80% van de totale activa.⁴ Herstructurering en consolidatie in de bancaire sector via privatisering en openstelling voor buitenlandse eigendom hebben bijgedragen tot de soliditeit van de sector door de verhoging van het kapitaal en de financiering en verbetering van de technologie, het beheer en de expertise inzake risicobeheersing. Toch hebben sommige toetredende landen nog steeds een groot aantal dubieuze leningen, ook al geven ze een neerwaartse trend te zien en lijken de voorzieningen tegen de desbetreffende risico's relatief goed. Bovendien is de blootstelling van de ondernemingssector aan de risico's inzake vreemde valuta's in sommige landen relatief groot. Als de nationale munt in één van die landen gevoelig zou verzwakken, zouden kredietrisico's voor de bancaire sector kunnen ontstaan, die op hun beurt een weerslag zouden kunnen hebben op het voeren van het monetaire en wisselkoersbeleid.

Naarmate het inhaalproces naar hogere inkomensniveaus vordert, zal de voornaamste uitdaging voor de beleidsmakers erin bestaan de verdieping van de financiële bemiddeling en een dynamische uitbreiding van de activiteiten van de financiële instellingen te beheersen zonder de stabiliteit van de sector of van de economie in haar geheel in gevaar te brengen. Het is bijvoorbeeld waarschijnlijk dat de binnenlandse ondernemingen in toenemende mate een beroep zullen doen op buitenlandse financieringsbronnen, in plaats van op interne middelen. Evenzo kunnen de huishoudens, naarmate hun inkomensverwachtingen en hun kredietwaardigheid verbeteren, in toenemende mate hun consumptiegedrag in de tijd gaan spreiden. In de meeste toetredende landen heeft de financiële bemiddeling de laatste jaren een hoge vlucht genomen, zij het dat zij op een zeer laag niveau is begonnen. In 2002 en 2003 was de groei van de kredietverlening aan particuliere firma's en huishoudens bijzonder sterk in Cyprus, Hongarije, Slowakije en de drie Baltische Staten. De leningen aan de huishoudens groeiden bijzonder snel, en overtroffen het groeitempo van de totale kredietverlening. Wat de uitsplitsing van

de leningen naar economische activiteiten betreft, vormen de hypothecaire leningen één van de snelst groeiende segmenten van de kredietverlening, weliswaar vertrekkend van een te verwaarlozen niveau. In 2002 en begin 2003 was de groei van de hypothecaire kredietverlening bijzonder uitgesproken in Hongarije, Letland en Polen.

Hoewel de totale kredietverlening in de meeste toetredende landen laag blijft en voor een groot deel gewaarborgd wordt door hypotheekleningen, zouden de snelle verdieping van de financiële bemiddeling en de uitbreiding van de balansen van de financiële sector een hogere volatiliteit van de financiële resultaten kunnen teweegbrengen, zowel in de individuele financiële instellingen als in de sector als geheel. Dit beklemtoont de noodzaak om een geloofwaardig en goed functionerend prudentieel toezicht en regelgevend kader in de toetredende landen in stand te houden en vereist – wat de structuur van de financiële sector betreft – een nauwere samenwerking tussen de binnenlandse toezichthouders en zij die verantwoordelijk zijn voor het toezicht op de buitenlandse moederbanken.

OBLIGATIE- EN AANDELENMARKTEN

De omvang van de obligatiemarkten verschilt tussen de toetredende landen onderling, terwijl de overheid in de meeste landen de belangrijkste emittent is van schuldbewijzen. De aandelenmarkten van de meeste toetredende landen zijn relatief klein, vooral naar internationale maatstaven, en de informatie- en onderzoeksgegevens van deze markten zijn selectief.

In vergelijking met de belangrijkste opkomende markten, zoals Brazilië, Rusland of Turkije, zijn de schuldmarkten klein in alle toetredende landen, behalve in Polen. Het niveau van de buitenlandse schuld verschilt van land tot land, en in sommige landen – waaronder Estland en Letland – is er een aanzienlijk verschil tussen het niveau van de nettoschuld en dat van

⁴ Letland en Slovenië vallen in dit verband op, omdat de buitenlandse eigendom in de banksector van deze landen ver onder het gemiddelde ligt.

de brutoschuld. In enkele landen werd ook een versnelling van de schulddynamiek opgetekend.

Tegen deze achtergrond vormen de obligatiemarkten het segment dat de laatste jaren de hoogste vlucht heeft genomen, met name in Tsjechië, Hongarije en Polen. De macro-economische stabilisatie – in het bijzonder de desinflatie en de lagere rentevoeten – en het vooruitzicht van het EU-lidmaatschap, hebben bijgedragen tot het verkleinen van het landenrisico en tot het aantrekken van beleggers, wat in de meeste toetredende landen geleid heeft tot een aanmerkelijke daling van de lange-termijnrendementen op binnenlandse obligaties. In de tweede helft van 2003 leidde toenemende bezorgdheid omtrent het verloop van het begrotingsbeleid en de globale verenigbaarheid van het beleid in sommige landen echter tot een zekere ommekeer in de vernauwing van de rendementsecarts tegenover de euro die in vorige periodes was opgetekend.

Het rendement op in belangrijke valuta's luidende overheidsobligaties van de toetredende landen bleef op een laag peil. De rendementsvernauwing tegenover het eurogebied was deels toe te schrijven aan een wereldwijd herstel van de obligaties in de opkomende markten, hoewel het vooruitzicht van toetreding tot de EU, in combinatie met de verbetering van de soevereine ratings, ook de ecarts lijkt te hebben verlaagd. Meer in het algemeen hebben de toetredende landen blijkbaar afstand genomen van de ontwikkelingen in de andere opkomende markten. De gunstige effecten van het EU-lidmaatschap zouden een cruciale rol moeten blijven spelen in de macro-economische en structurele ontwikkelingen ter zake. Voorzichtigheid is echter geboden bij het trekken van conclusies omtrent de rendementsontwikkelingen, aangezien talrijke toetredende landen relatief niet-liquide obligatiemarkten hebben.

Gemiddeld genomen, gaven de aandelenmarkten in de toetredende landen in 2003 gunstige resultaten te zien, en waren zij grotendeels in overeenstemming met de aandelenmarkten in

de andere opkomende markten, terwijl ze beter presteerden dan de aandelenmarkten van het eurogebied. De aandelenmarkten in Letland en Litouwen zetten bijzonder sterke prestaties neer, met aandelenkoersen die in de loop van 2003 nagenoeg verdubbelden. In Estland en talrijke toetredende landen van Centraal-Europa lieten de aandelenmarkten eveneens forse winsten optekenen. In enkele landen waren de beursresultaten in 2003 echter minder gunstig: in Cyprus daalden de aandelenkoersen, en in Malta bleven de winsten relatief beperkt.

2 JURIDISCHE ONTWIKKELINGEN

Het Eurosysteem heeft er alle belang bij dat de delen van het *acquis communautaire* (het geheel van EU-wetgeving) die betrekking hebben op zijn bevoegdheidsdomein, tijdig door de toetredende landen worden goedgekeurd en ten uitvoer worden gelegd. Het betreft de bepalingen uit het Verdrag en de ESCB-Statuten inzake de centrale banken, en meer bepaald de onafhankelijkheid van de centrale banken, alsook de EU-wetgeving in het financiële vlak. In 2003 analyseerde het Eurosysteem in nauw overleg met de centrale banken van de toetredende landen in welke mate deze vereisten werden nageleefd.

Wat de onafhankelijkheid van de centrale banken betreft, werden de statuten van de centrale banken van de toetredende landen getoetst aan de criteria die zijn vastgelegd in de door het EMI en de ECB opgestelde juridische-convergentieverslagen – namelijk de institutionele, persoonlijke, functionele en financiële onafhankelijkheid. Een ander analysecriterium waren de adviezen van het EMI en de ECB over ontwerpen van nationale wetgeving binnen hun bevoegdheidsdomein, in het bijzonder over de ontwerpstatuten van de NCB's van de EU-lidstaten. Deze adviezen hebben ertoe bijgedragen dat de toetredende landen hun centrale-bankwetten hebben herzien teneinde te voldoen aan de in het Verdrag vastgelegde vereisten; zij hebben aldus de grondslagen gelegd voor onafhankelijke instellingen.

Centrale banken en financiële instellingen moeten in een gezonde juridische omgeving kunnen functioneren. Het *acquis communautaire* bevat belangrijke regels voor de financiële sector en de centrale-bankactiviteiten. Voor de nieuwe lidstaten is het van cruciaal belang deze regels na te leven vanaf het ogenblik dat ze tot de EU toetreden (behalve als het Toetredingsverdrag voorziet in overgangsbepalingen). Om die reden spitst de analyse van het Eurosysteem zich ook toe op de wetgeving in het financiële vlak – namelijk inzake het vrije kapitaalverkeer, het verbod op monetaire financiering en bevoorrechte toegang, de regulering van de

financiële markten, het onderpand, de betalingssystemen, de insolventie en de bankbiljetten.

De analyse bood een overzicht van de tot 1 oktober 2003 goedgekeurde wetten en de aan de respectieve nationale parlementen ter goedkeuring voorgelegde wetsontwerpen. In alle toetredende landen werden stappen gezet in de richting van de onafhankelijkheid van de centrale bank en in de meeste landen werd die doelstelling helemaal of grotendeels bereikt. In sommige gevallen, waarin de formulering van de nationale wet nog niet volledig in overeenstemming was met die van de Statuten, suggereerde de analyse een verdere aanpassing van de nationale wet. De implementatie van het *acquis* voor de aangelegenheden met betrekking tot het Eurosysteem moet uiterlijk voltooid zijn op het ogenblik dat deze landen tot de EU toetreden, afhankelijk van eventueel overeengekomen overgangsbepalingen.

De resultaten van deze analyse werden voorgelegd aan de centrale banken van de toetredende landen, alsook aan de EU-Raad en de Europese Commissie. Deze analyse maakte geen deel uit van een beoordeling die de ECB krachtens Artikel 122 (2) van het Verdrag zal moeten opstellen als basis voor de goedkeuring van de convergentieverslagen voor de nieuwe lidstaten. Het doel van de analyse was achtergrondinformatie verschaffen over de voorbereidingen voor de implementatie van het rechtsstelsel van het Eurosysteem in de toetredende landen, die in de EMU zullen worden opgenomen als lidstaten met een derogatie. Bovendien was ze voor de centrale banken van de toetredende landen een nuttig instrument om hun rol in het toetredingsproces op nationaal niveau beter te omschrijven. Ook voor de Commissie was ze een hulpmiddel om de diepgaande analyse van de materies met betrekking tot de onafhankelijkheid van de centrale banken steviger te onderbouwen.

3 VOORBEREIDINGEN OP DE TOETREDING

In 2003 versterkte het Eurosysteem zijn multilaterale en bilaterale samenwerking met de toetredende landen. Sedert mei 2003 wonen de centrale-bankpresidenten van de toetredende landen als waarnemers de vergaderingen van de Raad van Bestuur bij en experts uit de centrale banken van de toetredende landen nemen eveneens als waarnemer deel aan de vergaderingen van de ESCB-comités en -werkgroepen (zie ook Paragraaf 1 van Hoofdstuk 8). Een en ander heeft het voor alle partijen veel gemakkelijker gemaakt om een groot aantal onderwerpen met betrekking tot de uitbreiding in detail te bespreken. Bovendien werden geregeld technische raadplegingen georganiseerd en hooggeplaatste deskundigen uit de centrale banken van de toetredende landen werden uitgenodigd voor een uitgebreide reeks bezoeken.

Over het algemeen verlopen de voorbereidingen op de EU-uitbreiding volgens schema, wat betekent dat de centrale banken van de toetredende landen, zoals gepland, vlot in het ESCB kunnen worden opgenomen.

In 2003 ontwierp de ECB een Toetredingsmasterplan dat als leidraad moet fungeren voor de planning, implementatie en controle van alle ECB-activiteiten met het oog op de uitbreiding van het ESCB en het Eurosysteem. Het Masterplan is geënt op het EMI-Masterplan, dat het vereiste organisatorische en logistieke kader had uitgetekend om het ESCB in staat te stellen zijn taken in de derde fase van de EMU te vervullen. Geregelde controles waarborgen dat alle relevante aangelegenheden tijdig worden behandeld. Dit zal een vlotte integratie van de centrale banken van de toetredende landen in het ESCB mogelijk maken, zonder de algemene operationele integriteit van de ESCB-systemen aan te tasten. De regelmatige bijwerkingen van het Masterplan worden aan het hele ESCB en aan de centrale banken van de toetredende landen meegedeeld. Alle activiteiten worden volgens het Plan ten uitvoer gelegd.

3.1 CENTRALE-BANKTRANSACTIES

In het vlak van de centrale-banktransacties werden de voorbereidingen voor de toetreding voornamelijk gericht op die centrale-banktaken die door de uitbreiding van het ESCB vanaf mei 2004 worden beïnvloed, met name die met betrekking tot de beleenbare activa en ERM II.

Wat de beleenbare activa voor de krediettransacties van het Eurosysteem betreft, zullen bepaalde activa die enkel in de toetredende landen zijn genoteerd, worden toegevoegd aan de lijst van de beleenbare activa vanaf het moment dat deze landen tot het ESCB toetreden. Vanaf mei 2004 zullen de centrale banken van de toetredende landen dan ook starten met opdrachten voor het beheer van onderpand zoals identificatie, beoordeling en rapportage van beleenbare activa. Als voorbereiding organiseerde de ECB in november 2003 een workshop voor de toetredende landen in verband met deze opdrachten.

Het ESCB verrichtte gedetailleerd onderzoek naar de praktische werking van een uitgebreid ERM II. In februari 2004 organiseerde het voor de toetredende landen een workshop over dit thema. Samen met de tests die gepland zijn voor het voorjaar van 2004 zou dit voorbereidend werk borg moeten staan voor de vlotte praktische werking van ERM II.

Behalve in de domeinen met betrekking tot de uitbreiding van het ESCB werden ook belangrijke stappen gezet in operationele aangelegenheden betreffende de uitbreiding van het Eurosysteem. Zo werden bijvoorbeeld studies uitgevoerd naar de weerslag van de uitbreiding op de tenuitvoerlegging van het monetaire beleid en het beheer van de externe reserves van de ECB.

3.2 BETALINGS- EN VEREVENINGSSYSTEMEN

In 2003 legde de ECB het scenario vast voor de integratie van de toetredende landen in TARGET, waarbij hen in essentie de mogelijkheid wordt geboden om zich bij TARGET aan te

sluiten wanneer ze lid worden van de EU. De meeste toetredende landen willen echter pas deelnemen aan het systeem vanaf het ogenblik dat ze de euro invoeren. Tevens werd gewerkt aan de ontwikkeling van een noodoplossing die kan worden gebruikt als het gemeenschappelijk platform van TARGET2 (zie Paragraaf 2.2 van Hoofdstuk 2) niet beschikbaar is wanneer de eerste toetredende landen zich aansluiten bij het eurogebied.

Als vervolg op de in 2002 opgestelde beoordeling van de veiligheid en de efficiëntie van marktinfrastructuren en de daaraan verbonden toezichtfuncties, brachten de centrale banken van de toetredende landen verslag uit over de vorderingen die ze in 2003 hadden gemaakt bij de tenuitvoerlegging van de algemene en landenspecifieke aanbevelingen van de ECB. Daarbij werd aanzienlijke vooruitgang vastgesteld en de centrale banken van de toetredende landen zetten hun inspanningen voort om de nog lopende kwesties op te lossen, indien nodig in nauwe samenwerking met andere betrokken nationale partijen.

De ECB organiseerde eveneens een reeks workshops voor de centrale banken van de toetredende landen om hen bij te staan bij de voorbereidingen voor de toetreding tot de EU en later het eurogebied. Een workshop in Warschau behandelde de voorlopige resultaten van de gezamenlijke werkzaamheden van het ESCB en het Comité van Europese Effectenregelgevers inzake de standaarden voor clearing- en vereveningssystemen voor effecten in de EU. Tijdens een andere workshop in Praag werd het onderpandkader van het Eurosysteem toegelicht om de centrale banken van de toetredende landen de kans te geven zich zo snel mogelijk aan te passen aan de belangrijkste kenmerken van dit kader. Een derde workshop in Ljubljana onderzocht de kosten, baten en risico's die verbonden zijn aan clearing via centrale tegenpartijen. Tijdens de in Rome gehouden conferentie met als titel "Repo conference for central banks – the landscape of the European market" werden bovendien de recente ontwikkelingen en vereisten belicht om een efficiënte en geïntegreerde

repo-markt tot stand te brengen, met name in het kader van de EU-uitbreiding. Al deze bijeenkomsten werden georganiseerd door de ECB, in samenwerking met de lokale centrale bank.

Voorts assisteerde het Eurosysteem in 2003 de centrale banken van de toetredende landen bij de zelfbeoordeling van hun effectenclearing en -vereveningssystemen aan de hand van de "Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations". Deze standaarden omschrijven het vereiste kader voor de doelmatige en veilige uitvoering van krediettransacties door de centrale banken (zie Paragraaf 4.3 van Hoofdstuk 3). Het doel van de beoordeling was in een vroeg stadium nagaan welke problemen moesten worden opgelost teneinde een vlotte werking van de krediettransacties van het Eurosysteem te waarborgen. In totaal werden 20 effectenvereveningssystemen onderzocht, alsook een regeling die wordt toegepast door een van de centrale banken van de toetredende landen. Voor elk systeem werd een lijst met aanbevelingen opgesteld. Deze aanbevelingen zullen in de praktijk moeten worden omgezet teneinde de systemen volledig aan te passen met het oog op het gebruik in de krediettransacties van het Eurosysteem.

In oktober 2003 ontmoetten de ECB en de Central and Eastern European Central Securities Depositories and Clearing Houses Association elkaar voor de vijfde keer. Tijdens deze ontmoeting verschaftte de ECB aan de vertegenwoordigers van de centrale banken, effecten-toezichthouders, centrale effectenbewaarinstanties en clearinginstellingen uit de toetredende landen toelichting met betrekking tot een hele reeks aspecten inzake de toetreding.

De ECB en de European Payments Council, die werd opgericht door de European Credit Sector Associations en de belangrijkste banken, organiseerden een speciale workshop voor een beperkt aantal vertegenwoordigers van de centrale banken en het bankwezen van de toetredende landen. Het doel van deze workshop, die ook werd bijgewoond door de Europese Com-

missie, was de uitwisseling van belangrijke informatie over de manier waarop de toetredende landen succesvol in het gemeenschappelijke betalingsgebied voor de euro kunnen worden opgenomen.

3.3 BANKBILJETTEN

In 2003 ondersteunde de ECB de centrale banken van de toetredende landen bij de oprichting van de infrastructuur voor de behandeling van vervalste eurobiljetten. De infrastructuur moet operationeel zijn wanneer deze landen toetreden tot de EU. Gelet op de lange aanlooptijd voor de voorbereiding van de invoering van de euromunten en -biljetten in deze landen, organiseerde de ECB daarenboven workshops voor de centrale banken van de toetredende landen, waarin vooral aandacht werd besteed aan de regelingen voor de emissie en de behandeling van eurobankbiljetten en het aanleggen van de startvoorraden bankbiljetten in de toetredende landen.

3.4 STATISTIEKEN

Tijdens een topontmoeting in Kopenhagen in oktober 2002 verzochten de ministers van Economische zaken en Financiën van de EU-lidstaten en de kandidaat-lidstaten de Europese Commissie (Eurostat) en de ECB een Actieplan te ontwikkelen voor economische, monetaire en financiële statistieken voor de kandidaat-lidstaten. Dit Actieplan werd voorbereid en later goedgekeurd tijdens een topontmoeting met de kandidaat-lidstaten in mei 2003. De deelnemers merkten op dat er gestage vooruitgang was geboekt in het vlak van de volledigheid en de tijdige beschikbaarheid van de statistische informatie. Het Actieplan maakte echter ook duidelijk dat, tenzij aanzienlijke inspanningen werden ondernomen in de aanloop naar de toetreding, de toetredende landen niet aan alle voorwaarden zouden kunnen voldoen, d.w.z. met betrekking tot de tijdige beschikbaarheid, de mate van detaillering en andere kwaliteitsaspecten van de gegevens.

Het Actieplan legt de nadruk op het aanbod van statistieken die vereist zijn voor de beoordeling van de convergentie en op structurele statistieken. Het bestaat uit twee belangrijke delen: het eerste deel verwijst naar statistieken onder de verantwoordelijkheid van de Europese Commissie (Eurostat), namelijk jaarlijkse nationale rekeningen, overheidstekort en -schuld, de HICP, structurele indicatoren en korte-termijnstatistieken. De meeste actiepunten zijn gericht op de verbetering van i) de beschikbaarheid van de statistieken en de conceptuele naleving tegen mei 2004 en ii) de algemene naleving van de statistische regelgeving van de EU. Het tweede deel van het Actieplan heeft betrekking op aangelegenheden onder de verantwoordelijkheid van de ECB, met name inzake de statistieken over de betalingsbalans en de internationale investeringspositie, statistieken over de geldmarkt, de bancaire en financiële markt en de financiële rekeningen op kwartaalbasis. Deze statistieken worden voornamelijk verzameld via de centrale banken van de toetredende landen. Dit gedeelte van het Actieplan is gericht op de naleving van de ESCB-vereisten.

Beide delen van het Actieplan worden geregeld bijgewerkt. Medio 2004 wordt de publicatie verwacht van een voortgangsrapport van de Europese Commissie (Eurostat) en de ECB. Daarenboven bespreekt de ECB-Directie om de twee jaar de voortgang die wordt geboekt met betrekking tot de indicatoren waarvoor de ECB de hoofdverantwoordelijkheid of gedeeltelijke verantwoordelijkheid draagt.

3.5 IT-INFRASTRUCTUUR EN -TOEPASSINGEN

In 2003 werd aanzienlijke vooruitgang geboekt inzake de voorbereiding van de IT-infrastructuur en -toepassingen voor de uitbreiding van het ESCB. Om de vereiste netwerk- en communicatie-infrastructuur tot stand te brengen, werden drie belangrijke elementen verbeterd.

De kern van het netwerk is de fysieke verbinding tussen de centrale banken van het ESCB voor gegevens- en spraakcommunicatie.

Momenteel wordt een nieuw centraal netwerk aangelegd om alle leden van het verruimde ESCB met elkaar te verbinden. De gedetailleerde technische ontwerpwerkzaamheden voor dit netwerk gingen van start in juli 2003.

In oktober 2003 startte de ECB met de tenuitvoerlegging van een project om de datacommunicatie-infrastructuur van het ESCB (het "ESCB-Net") uit te breiden tot de centrale banken van de toetredende landen. Het ESCB-Net is een datacommunicatieplatform dat onderdak biedt aan de meeste toepassingen die het hele ESCB omspannen, zoals de toepassingen ter ondersteuning van het monetaire beleid, de tenuitvoerlegging van de deviezentransacties van de ECB, de uitwisseling van statistische en niet-statistische gegevens en de controle van valutagegevens.

Ook het ESCB-teleconferentiesysteem wordt uitgebreid naar de centrale banken van de toetredende landen. Om alle huidige en toekomstige ESCB-leden de mogelijkheid te bieden om via dezelfde beveiligde infrastructuur deel te nemen aan teleconferenties, wordt nieuwe teleconferentie-apparatuur geïnstalleerd.

Daarnaast werden voorbereidingen getroffen voor een significante verbetering van IT-toepassingen die nodig zijn voor de uitbreiding van het ESCB en later van het Eurosysteem. De IT-toepassingen voor de uitwisseling van statistische data werden bijgewerkt. De vereiste aanpassingen aan de programmatuur voor de bestrijding van eurovalsemunterij worden momenteel aangebracht en zullen voltooid zijn voordat de toetredende landen zich aansluiten bij het operationele ESCB-kader.

Kunstenaar

Koen Vermeule

Titel

Zonder titel (detail), 2002

Materiaal

Olieverf op linnen

Afmetingen

210 × 210 cm

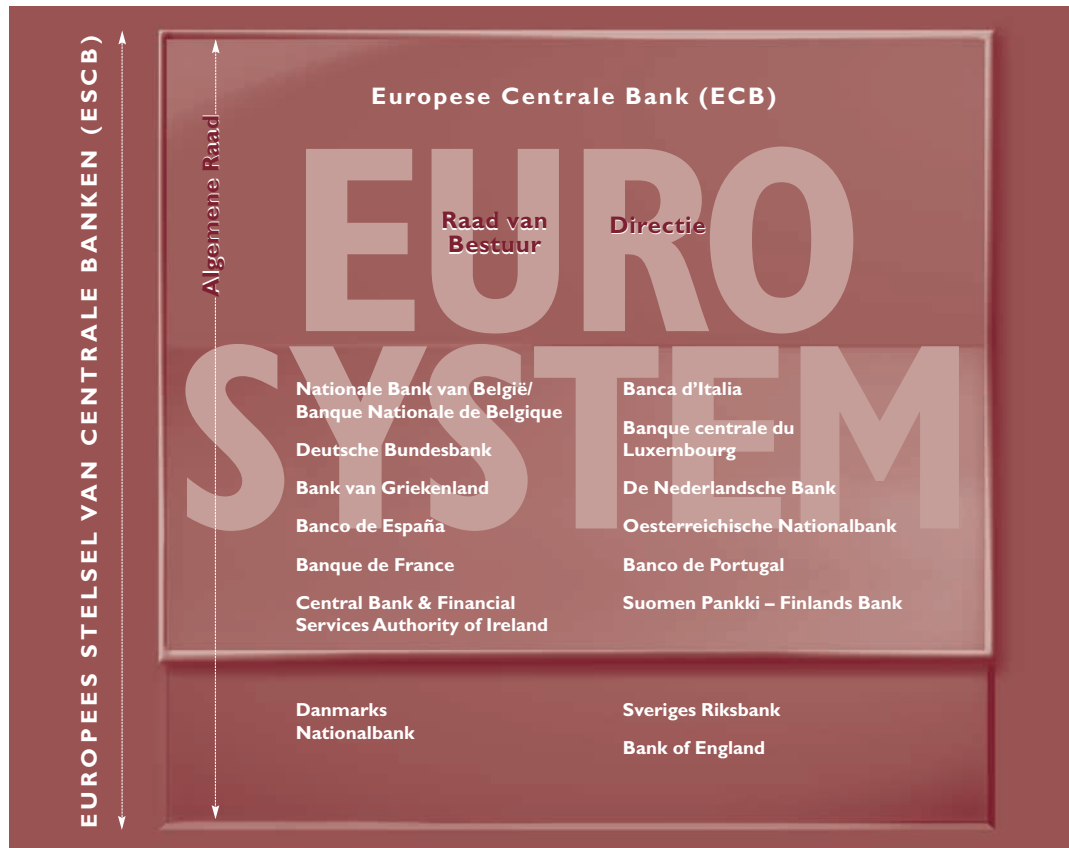


HOOFDSTUK 8

INSTITUTIONEEL KADER, ORGANISATIE EN JAARREKENING

I DE BESLUITVORMENDE ORGANEN EN HET BEHEER VAN DE ECB

I.1 HET EUROSISTEEM EN HET EUROPEES STELSEL VAN CENTRALE BANKEN



Het Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB) bestaat uit de Europese Centrale Bank (ECB) en de nationale centrale banken van alle lidstaten van de EU (thans vijftien, per 1 mei 2004 25) en omvat dus ook de nationale centrale banken van de lidstaten die nog niet zijn overgegaan op de euro. Om de transparantie te vergroten en de structuur van het centrale-bankwezen in het eurogebied inzichtelijker te maken, heeft de Raad van Bestuur van de ECB besloten de naam “Eurosysteem” te hanteren voor de ECB en de nationale centrale banken van de lidstaten die zijn overgegaan op de euro. Zolang er lidstaten zijn die nog niet op de euro zijn overgegaan, zal derhalve een onderscheid moeten worden gemaakt tussen het Eurosysteem en het ESCB.

De ECB heeft rechtspersoonlijkheid krachtens internationaal publiekrecht. 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.

Elk van de nationale centrale banken heeft rechtspersoonlijkheid krachtens de nationale wetgeving van het land van vestiging. De nationale centrale banken van het eurogebied, die een geïntegreerd onderdeel van het Eurosysteem uitmaken, voeren de aan het Eurosysteem opgedragen taken uit conform de regels gesteld door de besluitvormende organen van de ECB. Ook via deelname aan de verschillende comités van het ESCB (zie paragraaf 1.5 in dit Hoofdstuk) leveren de nationale centrale banken een bijdrage aan de werkzaamheden van het ESCB. De nationale centrale banken mogen op eigen verantwoordelijkheid ook taken vervullen die geen verband houden met het Eurosysteem, ten-

zij 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 besluitvorming binnen het Eurosysteem en het ESCB is gecentraliseerd. Bij de besluitvorming over de wijze waarop de eerdergenoemde taken worden uitgevoerd hanteert de ECB echter, conform de Statuten van het ESCB, het beginsel van decentralisatie. De Algemene Raad fungeert als derde besluitvormend orgaan van de ECB zolang er lidstaten zijn die nog niet op de euro zijn overgegaan. De besluitvormende organen fungeren conform de bepalingen van het Verdrag, de Statuten van het ESCB en de desbetreffende Reglementen van Orde.¹

1.2 DE RAAD VAN BESTUUR

De Raad van Bestuur omvat alle leden van de Directie en de presidenten van de nationale centrale banken van de lidstaten die op de euro zijn overgegaan. Krachtens het Verdrag zijn de belangrijkste taken van de Raad van Bestuur:

- 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 wor-

den 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 2003 zijn twee vergaderingen buiten Frankfurt belegd: een werd door de Banca d'Italia in Rome georganiseerd en de andere door de Banco de Portugal in Lissabon.

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 persoonlijke hoedanigheid. Dit komt tot uitdrukking in het feit dat ieder lid binnen de Raad van Bestuur één stem heeft.

In december 2002 heeft de Raad van Bestuur een unaniem besluit genomen ten aanzien van de inhoud van een voorstel voor de toekomstige aanpassing van de stemprocedures. Een dergelijke aanpassing zal na de komende uitbreidingen van het eurogebied binnen een vergrote EU noodzakelijk zijn. Het voorstel is gedaan conform de in het Verdrag van Nice vervatte 'machtigingsclausule' ten aanzien van de ECB. Na de inwerkingtreding van het Verdrag van Nice op 1 februari 2003, heeft de ECB formeel een aanbeveling vastgesteld betreffende de aanpassing van de stemprocedures binnen de Raad van Bestuur.

De aanbeveling van de ECB is in februari 2003 aan de EU-Raad voorgelegd. Op basis van de aanbeveling en met inachtneming van de adviezen van de Europese Commissie en het Europees Parlement, heeft de EU-Raad, in de samenstelling van de staatshoofden en regeringsleiders, op 21 maart 2003 unaniem een Besluit vastgesteld tot wijziging van artikel

¹ Zie Besluit ECB/2004/2 van 19 februari 2004 ter vaststelling van het Reglement van Orde van de Europese Centrale Bank, Pb L 80, 18.3.2004, pag. 33; het Reglement van Orde van de Algemene Raad van de ECB, Pb L 75, 20.3.1999, pag. 36 en L 156, 23.6.1999, pag. 52, en Besluit ECB/1999/7 van 12 oktober 1999 betreffende het Reglement van Orde van de Directie van de Europese Centrale Bank, Pb L 314, 8.12.1999, pag. 34. Deze regelgeving is ook beschikbaar op de website van de ECB.

10.2 van de Statuten van het ESCB (stemprocedures binnen de Raad van Bestuur). Alvorens in werking te kunnen treden moet dit Besluit door alle lidstaten zijn geratificeerd, hetgeen nog niet het geval is.

deelname door de leden in een persoonlijke hoedanigheid en met handhaving van het beginsel dat ieder lid één stem heeft.

Krachtens het Besluit blijven alle leden van de Raad van Bestuur de vergaderingen bijwonen en aan de beraadslagingen deelnemen. Het aantal presidenten van de nationale centrale banken met stemrecht mag echter nooit groter zijn dan vijftien. De vijftien stemrechten zullen volgens vooraf vastgelegde regels onder de centrale-bankpresidenten rouleren. De zes leden van de Directie behouden ieder een permanent stemrecht. Om te waarborgen dat de stemgerechtigde centrale-bankpresidenten te allen tijde uit landen komen die tezamen representatief zijn voor de economie van het eurogebied als geheel, zullen zij met verschillende frequenties stemgerechtigd zijn. Deze differentiatie tussen de presidenten geldt alleen voor de vooraf bepaalde frequentie waarmee elk van hen stemgerechtigd is. Voor alle op enig tijdstip stemgerechtigde presidenten geldt dat zij één stem hebben.

De centrale-bankpresidenten zullen worden ingedeeld in verschillende groepen al naar gelang het relatieve gewicht van de economie van hun land binnen het eurogebied, afgeleid van een indicator waarin het bruto binnenlandse product en de omvang van de financiële markten tot uiting komen. Als het aantal eurolanden groter is dan vijftien, zullen er twee van dergelijke groepen zijn. Als het eurogebied 22 landen telt, zal het systeem worden gebaseerd op drie groepen. De centrale-bankpresidenten binnen elke groep zullen voor gelijke perioden stemgerechtigd zijn. Met het nieuwe systeem kan elke uitbreiding van het aantal eurolanden tot een totaal van 27 worden opgevangen, d.w.z. de huidige lidstaten van de EU en de twaalf toetredende landen als vermeld in de aan het Verdrag van Nice gehechte Verklaring betreffende de uitbreiding van de Europese Unie. Het roulatiesysteem zal de Raad van Bestuur in staat blijven stellen snel en doelmatig besluiten te nemen, met handhaving van het beginsel van

DE RAAD VAN BESTUUR



Willem F. Duisenberg
(tot en met 31 oktober 2003)
President van de ECB

Jean-Claude Trichet
(per 1 november 2003)
President van de ECB

Lucas D. Papademos
Vice-President van de ECB

Jaime Caruana
President van de Banco de España

Vítor Constâncio
President van de Banco de Portugal

Eugenio Domingo Solans
Lid van de Directie van de ECB

Antonio Fazio
President van de Banca d'Italia

Nicholas C. Garganas
President van de Bank van Griekenland

Sirkka Hämäläinen
(tot en met 31 mei 2003)
Lid van de Directie van de ECB

John Hurley
President van de Central Bank & Financial Services
Authority of Ireland

Otmar Issing
Lid van de Directie van de ECB

Klaus Liebscher
President van de Oesterreichische Nationalbank

Yves Mersch
President van de Banque centrale du
Luxembourg

Christian Noyer
(per 1 november 2003)
President van de Banque de France

Tommaso Padoa-Schioppa
Lid van de Directie van de ECB

Guy Quaden
Gouverneur van de Nationale Bank van België/
Banque Nationale de Belgique

Jean-Claude Trichet
(tot en met 31 oktober 2003)
President van de Banque de France

Gertrude Tumpel-Gugerell
(per 1 juni 2003)
Lid van de Directie van de ECB

Matti Vanhala
President van Suomen Pankki – Bank van Finland

Nout Wellink
President van de Nederlandsche Bank

Ernst Welteke
President van de Deutsche Bundesbank

Achterste rij
(van links naar rechts):
Guy Quaden, Matti Vanhala,
Nicholas C. Garganas,
Ernst Welteke, Jaime Caruana,
Nout Wellink, Klaus Liebscher,
Eugenio Domingo Solans,
Tommaso Padoa-Schioppa

Voorste rij
(van links naar rechts):
Vítor Constâncio,
Yves Mersch, Otmar Issing,
Lucas D. Papademos,
Jean-Claude Trichet,
Gertrude Tumpel-Gugerell,
Antonio Fazio, John Hurley,
Christian Noyer,

I.3 DE DIRECTIE

**Achterste rij
(van links naar rechts):**
Eugenio Domingo Solans
Tommaso Padoa-Schioppa,
Otmar Issing,

**Voorste rij
(van links naar rechts):**
Lucas D. Papademos,
Jean-Claude Trichet,
Gertrude Tumpel-Gugerell



Willem F. Duisenberg
(tot en met 31 oktober 2003)
President van de ECB
Jean-Claude Trichet
(per 1 november 2003)
President van de ECB
Lucas D. Papademos
Vice-President van de ECB
Eugenio Domingo Solans
Lid van de Directie van de ECB

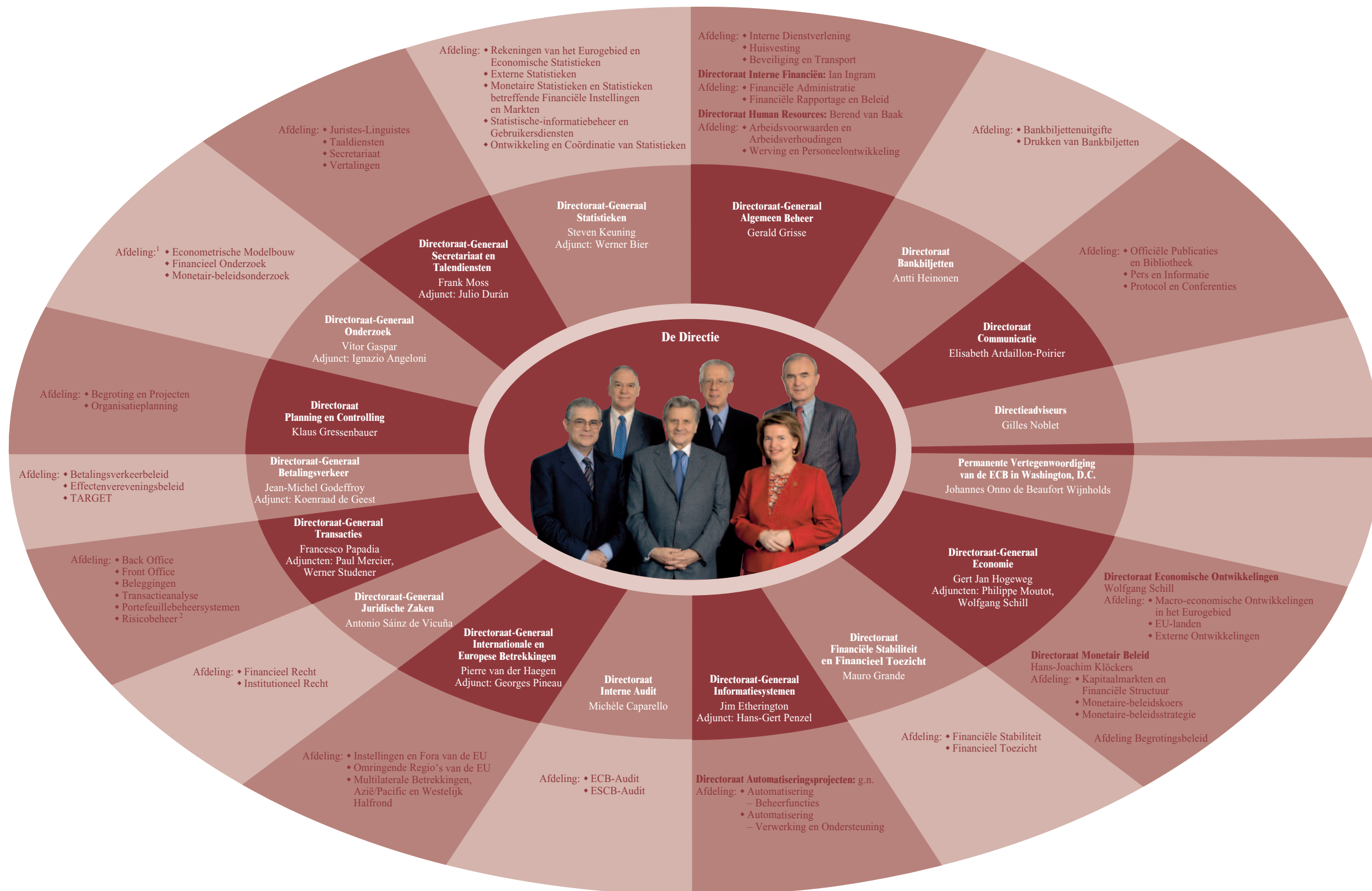
Sirkka Hämäläinen
(tot en met 31 mei 2003)
Lid van de Directie van de ECB
Otmar Issing
Lid van de Directie van de ECB
Tommaso Padoa-Schioppa
Lid van de Directie van de ECB
Gertrude Tumpel-Gugerell
(per 1 juni 2003)
Lid van de Directie van de ECB

De Directie omvat de President, de Vice-President en vier andere leden, benoemd in onderlinge overeenstemming tussen de regeringen, op het niveau van de staatshoofden en regeringsleiders, van de landen die op de euro zijn overgegaan. De belangrijkste taken van de Directie, die gewoonlijk eens per week bijeenkomt, zijn:

- het voorbereiden van de vergaderingen van de Raad van Bestuur;
- het uitvoeren van het monetaire beleid van het eurogebied overeenkomstig de richtsnoeren en besluiten van de Raad van Bestuur en het daartoe geven van de nodige instructies aan de nationale centrale banken van het eurogebied;

- het dragen van de verantwoordelijkheid voor de dagelijkse gang van zaken bij de ECB, en
- het vervullen van bepaalde, door de Raad van Bestuur aan de Directie gedelegeerde taken, met inbegrip van bepaalde regelgevende taken.

Per 1 oktober 2003 is een Bestuurscomité ingesteld, dat wordt voorgezeten door een lid van de Directie en dat aan de Directie rapporteert (zie paragraaf 2.2 in dit Hoofdstuk). Het nieuwe comité zal naar verwachting de belasting van de Directie kunnen verlichten, waardoor deze in staat wordt gesteld zich op strategische onderwerpen te richten.



De Directie

Achterste rij (van links naar rechts): Eugenio Domingo Solans; Tommaso Padoa-Schioppa; Otmar Issing

Voorste rij (van links naar rechts): Lucas D. Papademos (Vice-President); Jean-Claude Trichet (President); Gertrude Tumpel-Gugerell

¹ Met ingang van 1 mei 2004.

² Rapporteert over specifieke onderwerpen 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 de van het Europees Monetair Instituut overgenomen taken uit die nog door de ECB moeten worden vervuld zolang niet alle lidstaten op de euro zijn overgegaan. De Algemene Raad heeft in 2003, conform het normale schema, vier maal vergaderd. Met het oog op de samenwerking met de cen-

trale banken van de toetredende landen ter voorbereiding op de uitbreiding van het ESCB, heeft de Algemene Raad in september 2002 besloten, vanaf de datum van ondertekening van het Toetredingsverdrag, de presidenten van de centrale banken van de toetredende landen uit te nodigen de bijeenkomsten van de Algemene Raad als waarnemer bij te wonen. Op 26 juni 2003 hebben de presidenten van de centrale banken van de tien toetredende landen voor het eerst als waarnemer een bijeenkomst van de Algemene Raad bijgewoond.

Achterste rij

(van links naar rechts):

John Hurley, Nout Wellink,
Ernst Welteke, Klaus Liebscher,
Nicholas C. Garganas,
Bodil Nyboe Andersen,

Middelste rij

(van links naar rechts):

Antonio Fazio, Matti Louekoski,
Guy Quaden, Lars Heikensten,
Christian Noyer, Jaime Caruana,

Voorste rij

(van links naar rechts):

Yves Mersch,
Vítor Constâncio,
Jean-Claude Trichet,
Lucas D. Papademos,
Mervyn King



Willem F. Duisenberg (tot en met 31 oktober 2003)
President van de ECB

Jean-Claude Trichet (per 1 november 2003)
President van de ECB

Lucas D. Papademos
Vice-President van de ECB

Bodil Nyboe Andersen
President van Danmarks Nationalbank

Jaime Caruana
President van de Banco de España

Vítor Constâncio
President van de Banco de Portugal

Antonio Fazio
President van de Banca d'Italia

Nicholas C. Garganas
President van de Bank van Griekenland

Edward A. J. George (tot en met 30 juni 2003)
President van de Bank of England

Lars Heikensten
President van Sveriges Riksbank

John Hurley
President van de Central Bank & Financial Services
Authority of Ireland

Mervyn King (per 1 juli 2003)
President van de Bank of England

Klaus Liebscher
President van de Oesterreichische Nationalbank

Yves Mersch
President van de Banque centrale du Luxembourg

Christian Noyer (per 1 november 2003)
President van de Banque de France

Guy Quaden
Gouverneur van de Nationale Bank van België/
Banque Nationale de Belgique

Jean-Claude Trichet (tot en met 31 oktober 2003)
President van de Banque de France

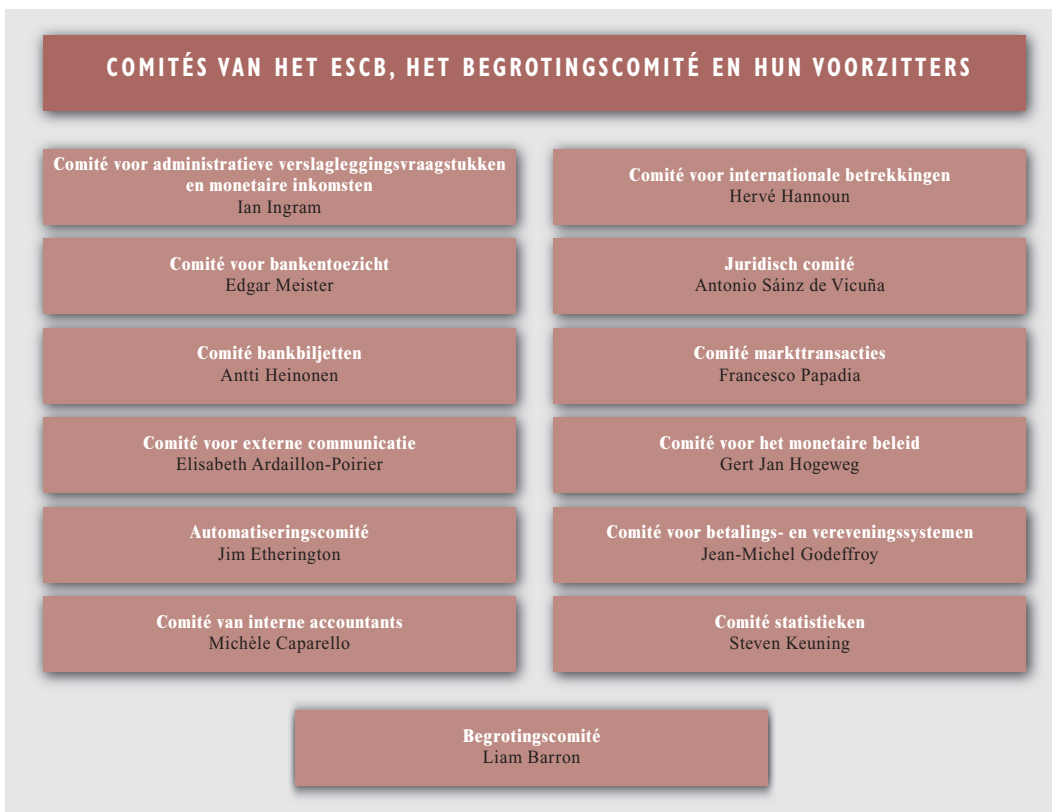
Matti Vanhala*
President van Suomen Pankki – Finlands Bank

Nout Wellink
President van de Nederlandsche Bank

Ernst Welteke
President van de Deutsche Bundesbank

* Op de foto vervangen door Matti Louekoski, Vice-President van Suomen Pankki (Bank van Finland).

I.5 COMITÉS VAN HET ESCB EN HET BEGROTINGSCOMITÉ



De comités van het ESCB hebben wederom een belangrijke bijdrage geleverd aan de vervulling van de taken van het Eurosysteem/ESCB. Op verzoek van zowel de Raad van Bestuur als de Directie hebben de comités van het ESCB kennis op hun vakgebieden aangedragen en zo het besluitvormingsproces vergemakkelijkt. Het lidmaatschap van deze comités is gewoonlijk voorbehouden aan personeelsleden 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 van het ESCB als daar onderwerpen worden behandeld die onder de bevoegdheid van de Algemene Raad vallen. In voorkomende gevallen worden ook andere bevoegde instanties uitgenodigd, zoals nationale toezichthouders bij het Comité voor banktoezicht. Sinds de ondertekening van het Toetredingsverdrag in april 2003 en conform het besluit om de presidenten van de centrale

banken van de toetredende landen uit te nodigen voor de bijeenkomsten van de Algemene Raad, worden deskundigen van de centrale banken van de toetredende landen uitgenodigd om als waarnemer bijeenkomsten van comités van het ESCB bij te wonen als daar onderwerpen worden behandeld die binnen de bevoegdheid van de Algemene Raad vallen. Er zijn thans twaalf comités van het 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 van de ECB, staat de Raad van Bestuur bij inzake aangelegenheden met betrekking tot de begroting van de ECB.

1.6 BEHEER EN CONTROLE

Naast de besluitvormende organen van de ECB, omvat de beheers- en controlestructuur van de ECB ook verscheidene externe en interne controlelagen.

EXTERNE CONTROLE

De Statuten van het ESCB voorzien in twee lagen, te weten de externe accountant, die de jaarrekening van de ECB controleert (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).

In augustus 2002 heeft de Raad van Bestuur besloten dat, ten einde naar het publiek toe de best mogelijke garantie te geven met betrekking tot de onafhankelijkheid van de externe accountant van de ECB, de taak van de externe accountant onder verschillende accountantskantoren moet rouleren. Aan dit besluit is uitvoering gegeven als onderdeel van de procedure voor de benoeming van de externe accountant van de ECB (krachtens artikel 27.1 van de Statuten van het ESCB). De nieuwe externe accountant heeft in september 2003 een aanvang gemaakt met zijn taken.²

Het jaarverslag van de Europese Rekenkamer is, tezamen met de reactie daarop van de ECB, beschikbaar op de website van de ECB.

INTERNE CONTROLE

In 2003 heeft het Directoraat Interne Audit wederom onder verantwoordelijkheid van de Directie interne-accountantscontroles uitgevoerd. Het mandaat van het Directoraat is vastgelegd in het Controlehandvest van de ECB.³ Bij de interne-accountantscontroles wordt 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 gezien en beoordeeld. Met goedkeuring van de Directie, houdt het Directoraat zich aan de internationale normen inzake de beroepsuitoefening zoals die zijn

vastgesteld door het Institute of Internal Auditors.

Het Comité van interne accountants, een comité van het ESCB dat krachtens een mandaat van de Raad van Bestuur is opgericht, bestaat uit de hoofden van de interne-accountantscontrole bij de ECB en de nationale centrale banken. Het comité is verantwoordelijk voor de coördinatie van de interne-accountantscontrole met betrekking tot gezamenlijke projecten en gezamenlijke operationele systemen op het niveau van het ESCB.

De interne-controlestructuur van de ECB is gebaseerd op een functionele benadering, waarbij elke organisatorische eenheid (Afdeling, Directoraat of Directoraat-Generaal) verantwoordelijk is voor de eigen interne controle en doelmatigheid. Ter vervulling hiervan leggen de eenheden binnen hun verantwoordelijkheidsgebieden een samenstel aan operationele controleprocedures ten uitvoer. Zo is er een samenstel aan regels en procedures – ook wel bekend als ‘Chinese walls’ – om te voorkomen dat gevoelige informatie wordt overgedragen van bijvoorbeeld eenheden die verantwoordelijk zijn voor de tenuitvoerlegging van het monetaire beleid naar eenheden die verantwoordelijkheid dragen voor het beheer van de externe reserves en het eigen vermogen van de ECB. Daarnaast brengen het Directoraat Planning en Controlling, de Afdeling Risicobeheer en het Directoraat Interne Audit adviezen uit aan, en leggen zij voorstellen voor aan, de functionele eenheden en de Directie omtrent specifieke controleaangelegenheden die de organisatie als geheel betreffen.

De leden van de Raad van Bestuur zijn gebonden aan een Gedragscode waarmee zij invulling geven aan hun verantwoordelijkheid om de

² Na een aanbestedingsprocedure is KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft voor een periode van vijf jaar benoemd als de nieuwe externe accountant van de ECB.

³ Het Controlehandvest van de ECB is beschikbaar op de website van de ECB om de transparantie van de bij de ECB getroffen controlemaatregelen te vergroten.

integriteit en de reputatie van het Eurosysteem te waarborgen en de doelmatigheid van de werkzaamheden ervan te handhaven.⁴ Daarnaast heeft de Raad van Bestuur een adviseur aangesteld als raadgever voor de leden van de Raad inzake een aantal facetten van de beroepsethiek. De Gedragscode voor de leden van de Raad van Bestuur is vergelijkbaar met de Gedragscode van de Europese Centrale Bank, die als leidraad en toetssteen dient voor de medewerkers van de ECB en de leden van de Directie, die allen worden geacht hoge normen van beroepsethiek in acht te nemen bij de vervulling van hun taken.⁵

De ECB kent uitvoerige regels die misbruik van gevoelige informatie inzake de financiële markten (misbruik van voorkennis) moeten voorkomen. De medewerkers van de ECB en de leden van de Directie wordt hierin verboden bij het voor eigen rekening en risico of voor rekening en risico van een derde uitvoeren van financiële transacties rechtstreeks of middellijk enig voordeel te trekken uit voorkennis waarover zij kunnen beschikken.⁶ 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 Verordening nr. 1073/1999 betreffende door het Europees Bureau voor Fraudebestrijding verrichte onderzoeken⁷ 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 eenheden van de Gemeenschap.

Onder volledige erkenning en aanvaarding van de noodzaak van krachtige maatregelen ter voorkoming van fraude, was de Raad van Bestuur van mening dat de onafhankelijke positie en de statutaire taken van de ECB de toepassing van de Verordening in de weg stonden. De

Raad van Bestuur heeft in dat verband een apart Besluit ECB/1995/5 van 7 oktober 1999 betreffende de preventie van fraude vastgesteld, waarin werd voorzien in de oprichting van een uitgebreid stelsel voor het voorkomen van fraude onder de uiteindelijke zeggenschap van een onafhankelijk Comité voor Fraudebestrijding. Met de oprichting van dit comité werd de oorspronkelijk bestaande controle binnen de ECB versterkt. Het Comité voor Fraudebestrijding heeft in 2003 één keer vergaderd en is door het Directoraat Interne Audit regelmatig op de hoogte gehouden van alle voor het vervullen van de taken van het comité van belang zijnde onderwerpen.

De Europese Commissie, gesteund door het Koninkrijk Nederland, het Europees Parlement en de Raad van de EU hebben vervolgens deze opvatting bestreden (Zaak C-11/00). Op 10 juli 2003 heeft het Europees Hof van Justitie uitspraak gedaan, waarbij Besluit ECB/1999/5 nietig is verklaard.

Het Hof besliste ondubbelzinnig dat de ECB deel uitmaakt van 'het kader van de Gemeenschap'. Tegelijkertijd stelde het Hof dat het de bedoeling van de wetgever was geweest te waarborgen dat de ECB de haar opgedragen taken onafhankelijk kon uitvoeren. Het Hof stelde echter dat deze onafhankelijkheid er niet toe leidt dat de ECB geheel van de Gemeenschap wordt gescheiden en wordt vrijgesteld van alle Communautaire wetgeving. Dit is in overeenstemming met de door de ECB toegepaste benadering. De toepassing van Verorde-

4 Zie de Gedragscode voor de leden van de Raad van Bestuur, Pb C 123, 24.5.2002, pag. 9, en de website van de ECB.

5 Zie de Gedragscode van de Europese Centrale Bank conform artikel 11.3 van het Reglement van Orde van de Europese Centrale Bank, Pb C 76, 8.3.2001, pag. 12, en de website van de ECB.

6 Zie deel 1.2 van het Personeelsreglement van de ECB met daarin de gedrags- en geheimhoudingsregels, Pb C 236, 22.8.2001, pag. 13, en de website van de ECB.

7 Verordening (EG) nr. 1073/1999 van het Europees Parlement en de Raad van 25 mei 1999 betreffende onderzoeken door het Europees Bureau voor fraudebestrijding (OLAF), Pb L 136, 31.5.1999, pag. 1. Zie ook de identieke Verordening (Euratom) nr. 1074/1999 van de Raad van 25 mei 1999 betreffende de door het Europees Bureau voor Fraudebestrijding (OLAF) verrichte onderzoeken, Pb L 136, 31.5.1999, pag. 8.

ning 1073/1999 zal geen afbreuk doen aan de onafhankelijke uitvoering van de taken van de ECB.

De ECB is thans doende een nieuw Besluit uit te werken waarin volledig rekening wordt gehouden met het arrest van het Hof.

2 ORGANISATORISCHE ONTWIKKELINGEN

2.1 PERSONEELSBEHEER

PERSONEELSBEZETTING

Voor 2003 bedroeg het aantal formatieplaatsen 1.271,5 fte's. Per ultimo 2003 bedroeg het aantal medewerkers van de ECB 1.217 (1.213,5 fte's), tegen 1.109 (1.105,5 fte's) per ultimo 2002. Het gemiddelde aantal medewerkers van de ECB bedroeg in 2003 1.160, tegen 1.080 in 2002. In 2003 traden 151 nieuwe medewerkers in dienst en verlieten 41 medewerkers de dienst. Het aantal formatieplaatsen voor 2004 is vastgesteld op 1.362,5 fte's, 7,1% meer dan voor 2003.

Vanaf 1 januari 2003 zijn alle vacatures ook opengesteld voor burgers van de toetredende landen. De ECB heeft met succes wervingscampagnes gevoerd die specifiek waren gericht op de burgers van die landen voor de functies van Vertaler, Juriste-Linguïste en Juridisch Adviseur. Thans zijn 39 burgers van de toetredende landen in dienst met een contract voor meer dan één jaar.

In 2003 zijn 90 deskundigen van de nationale centrale banken voor korte perioden van gemiddeld ongeveer vier maanden bij de ECB gedetacheerd geweest. Van deze deskundigen waren er 48 afkomstig van centrale banken van toetredende landen. Deze korte detacheringen zijn bijzonder nuttig gebleken, zowel voor de ECB als voor de centrale banken van de toetredende landen, bij de voorbereidingen voor de uitbreiding van de EU.

In 2003 heeft de ECB 113 kortlopende contracten (met inbegrip van verlengingen), tegen 60 in 2002, aangeboden ter vervanging van medewerkers met zwangerschapsverlof, ouderschapsverlof en onbetaald verlof.

De ECB heeft stages geboden aan 166 studenten en afgestudeerden, hoofdzakelijk in de economie, voor een gemiddelde periode van drie tot vier maanden. In 2002 waren 135 stages geboden. In 2003 waren 48 van de stagiaires burgers van een toetredend land.

In 2002 hebben aan het gastonderzoekersprogramma, dat is gericht op specifieke onderzoeksprojecten van hoog niveau op het terrein van het monetaire beleid, 24 onderzoekers deelgenomen, tegen 20 in 2002 (zie Hoofdstuk 2, paragraaf 5).

Het programma voor postdoctoraal onderzoek, dat is bestemd voor zeer talentvolle jonge onderzoekers die vergevorderd zijn met hun promotieonderzoek, trok in 2003 twaalf deelnemers, hetzelfde aantal als in 2002.

INTERNE MOBILITEIT

In 2003 zijn 93 medewerkers permanent van functie veranderd na met succes te hebben gesolliciteerd op interne vacatures voor permanente functies. Daarnaast heeft de ECB tijdelijke interne mobiliteit aangemoedigd. In dit verband hebben 12 medewerkers voor een beperkte periode een andere functie aanvaard om werkervaring op te doen of om een urgent maar tijdelijk probleem op te lossen om daarna weer naar hun eerdere functie terug te keren.

EXTERNE MOBILITEIT

Aan het begin van het jaar is het Externe-werkervaringsproject ingevoerd ter ondersteuning van de personeelsontwikkeling. In het kader van het project kunnen medewerkers worden gedetacheerd bij nationale centrale banken en internationale en Europese instellingen. In 2003 hebben drie medewerkers hieraan deelgenomen voor een periode van twee tot vijf maanden.

KINDEROPVANG EN EUROPESE SCHOOL

Het kinderdagverblijf van de ECB is uitgebreid met een derde permanente locatie, waardoor ongeveer 90 extra plaatsen worden geboden aan kinderen van medewerkers van de ECB. Het totale aantal plaatsen voor kinderen vanaf de leeftijd van drie maanden is hierdoor nu op 221 gekomen.

De middelbare opleiding van de Europese School van Frankfurt is in september 2003 van start gegaan met vijf klassen. Evenals de lagere school en de kleuterschool kent de middelbare

school vier afdelingen met als voertaal Engels, Frans, Duits en Italiaans.

2.2 MAATREGELEN TER VERSTERKING VAN HET FUNCTIONEREN VAN DE INTERNE ORGANISATIE

Sinds 1998 hebben de prioriteiten van de ECB bestaan uit de vastlegging van de functies, de formulering en de tenuitvoerlegging van het gemeenschappelijke monetaire beleid en de invoering van de euro. Tegelijkertijd is de ECB echter gestaag gegroeid en is het aantal medewerkers aanzienlijk toegenomen, waardoor behoefte is ontstaan aan versterking van het functioneren van de interne organisatie. Na de geslaagde voltooiing van de overgang op de chartale euro heeft de Directie derhalve besloten de organisatorische opzet te verbeteren, de bestuursstructuur en -processen verder te ontwikkelen en het personeelsbeleid te versterken, met name met betrekking tot werving en loopbaanontwikkeling.

DE ECB IN BEWEGING

In het kader van de versterkte oriëntatie op de interne organisatie van de ECB, heeft de Directie begin 2003 voorts besloten enquêtes onder de medewerkers te houden met betrekking tot beginselen van bedrijfsbeheer, interne communicatie en organisatie. Op basis van de resultaten van deze enquêtes heeft de Directie besloten een op verbetering van het functioneren van de ECB gericht proces in gang te zetten onder de naam 'de ECB in beweging'. Dit proces, waarbij de medewerkers zoveel mogelijk zijn betrokken, was gericht op de in de enquêtes aangekaarte onderwerpen. Vier projectgroepen werden gevormd, onder leiding van een projectbureau en de Directie. Door de groepen zijn voorstellen uitgewerkt ten aanzien van bedrijfsbestuur, beroepsontwikkeling, interne communicatie en maatregelen gericht op het verminderen van bureaucratie. In oktober 2003 heeft de Directie het overgrote deel van de door de vier projectgroepen gedane voorstellen goedgekeurd en een programmabureau opgezet dat toezicht zal houden op de verdere ontwikkeling

en uitvoering van de goedgekeurde maatregelen. De meeste goedgekeurde maatregelen moeten voor juli 2004 gereed zijn voor tenuitvoerlegging.

OPRICHTING VAN EEN BESTUURSCOMITÉ

De Directie heeft ook het eigen functioneren en de eigen rol bij het bestuur van de ECB kritisch gezien. Besloten is een Bestuurscomité op te richten, dat de Directie zal adviseren en bijstaan ten aanzien van het bestuur van de ECB, de strategische planning en het jaarlijkse begrotingsproces. Dit zal de Directie in staat stellen zich meer te richten op de voorbereiding en bespreking van strategische onderwerpen met betrekking tot zowel de taken en het beleid als de interne structuur en de functies van de ECB. Het Bestuurscomité, dat rapporteert aan de Directie, wordt voorgezeten door een lid van de Directie en is samengesteld uit hoge functionarissen. Het comité heeft in oktober 2003 een aanvang gemaakt met zijn werkzaamheden.

HERSTRUCTURERING VAN HET DIRECTORAAT-GENERAAL INFORMATIESYSTEMEN

Sinds 1994 is belangrijk werk verzet om de voor de aanvang van de derde fase van de EMU en de invoering van de euro vereiste kerninfrastructuur en toepassingen tot stand te brengen. Gedurende die tijd zijn de IT-afdelingen van zowel het EMI als de ECB er steeds in geslaagd de werkzaamheden binnen de gestelde termijnen af te ronden, en de informatiesystemen van de ECB en het ESCB hebben hun deugdelijkheid bewezen.

Begin 2002 heeft de ECB besloten de wijze waarop bij de ECB de diensten met betrekking tot informatiesystemen worden geleverd kritisch te bezien. Het doel hiervan was de bestaande organisatie, structuur en effectiviteit van de levering van informatiesystemen te beoordelen en een leidraad terzake te verschaffen voor de toekomst.

In juli 2003 heeft de Directie vier belangrijke aanbevelingen goedgekeurd, die waren voorgesteld in samenwerking met een externe adviseur die bij de beoordeling was ingeschakeld. Deze

aanbevelingen zullen resulteren in een strategische heroriëntatie van de levering van informatiesystemen en voorzien in onder meer de volgende maatregelen:

- Het beheer van de projectportefeuille gericht op het stellen van prioriteiten en het toewijzen van IT-middelen en fondsen zal worden versterkt.
- Het Directoraat-Generaal Informatiesystemen is zodanig gereorganiseerd dat een sterkere gerichtheid is ontstaan op projectbeheer en leveringscapaciteit. Derhalve zal het personeel binnen het Directoraat-Generaal zich intensiever gaan bezighouden met het interne projectbeheer en de leveringsmogelijkheden om te kunnen voldoen aan de groeiende vraag naar IT-projecten vanuit de verschillende functionele geledingen van de ECB en het ESCB.
- De ECB zal zich meer richten op de totstandbrenging en tenuitvoerlegging van gezamenlijke standaarden voor IT-architectuur om de complexiteit en de onderhoudskosten van IT te verminderen.
- Ten slotte zal de ECB de mogelijkheden van het intern verrichten dan wel uitbesteden van de operationele, ondersteunende en infrastructurele IT-werkzaamheden opnieuw bezien.

De nieuwe organisatorische opzet wordt gevormd rond drie terreinen: een Directoraat IT-projecten, een Afdeling IT-werkzaamheden en ondersteuning en een Afdeling IT-beheersfuncties. Met de tenuitvoerlegging van de andere aanbevelingen is een aanvang gemaakt; eind 2004 zal een en ander moeten zijn voltooid.

HERSTRUCTURERING VAN HET DIRECTORAAT-GENERAAL STATISTIEKEN

Gedurende 2003 heeft een herstructurering van het Directoraat-Generaal Statistieken plaatsgevonden. Sinds de oprichting van de ECB waren de productie en het aantal personeelsleden van

het Directoraat-Generaal meer dan verdubbeld, maar de organisatiestructuur was in wezen gelijk gebleven. De strategie voor de middellange termijn met betrekking tot statistieken, zoals die door de ECB begin 2003 is vastgesteld (zie Hoofdstuk 2, paragraaf 4), kon slechts ten uitvoer worden gelegd na een evaluatie van de organisatie van het Directoraat-Generaal. Deze evaluatie, waarmee in februari 2003 werd begonnen, is uitgevoerd door een groep waarin tevens een deskundige van een van de nationale centrale banken was opgenomen. Op basis van de voorstellen van de groep heeft de Directie een nieuwe organisatiestructuur goedgekeurd, die per 1 februari 2004 is ingevoerd.

Een van de belangrijkste kenmerken van de nieuwe organisatie bestaat uit een versterkte klantgerichtheid van het Directoraat-Generaal, bijvoorbeeld via een gecentraliseerde gebruikersinformatiedienst. Voorts waarborgt de nieuwe organisatie een grotere doelmatigheid en effectiviteit bij de ontwikkeling van nieuwe statistieken en statistische standaarden door de desbetreffende functies die in het verleden binnen de organisatie waren verspreid gezamenlijk onder te brengen in een aparte, nieuwe afdeling.

2.3 NIEUW KANTOOR VOOR DE ECB

Gezien de huidige, over verschillende gehuurde panden verdeelde huisvesting, heeft de ECB besloten een nieuw kantoor te laten bouwen. Daartoe is van de stad Frankfurt een locatie verworven, die van de *Grossmarkthalle*. In het kader van het project 'Nieuw hoofdkantoor ECB' is een oproep gedaan aan architecten over de gehele wereld om deel te nemen aan een ontwerpwedstrijd, waarbij voor de aanmelding een uiterste datum gold van 20 januari 2003. Er hebben zich meer dan 300 architecten uit 31 landen en vijf continenten gemeld. In april heeft een Voorselectiecomité, bestaande uit vijf deskundigen van de ECB gesteund door vijf architecten, hieruit 80 kandidaten gekozen, waarvan 70 met een gevestigde reputatie en tien

jonge, opkomende architecten. Alle 80 kandidaten zijn uitgenodigd voor een informatiebijeenkomst in Frankfurt am Main, met een bezoek aan de locatie *Grossmarkthalle*. Vele van de door de architecten gestelde vragen hadden betrekking op de technische specificaties van het oude *Grossmarkthalle*-gebouw, dat stamt uit 1928, en op de gevolgen van het feit dat het pand op de monumentenlijst staat. Aan de architecten is vervolgens gevraagd uiterlijk 7 juli anoniem een ontwerpvoorstel voor de eerste fase in te dienen.

De beoordeling heeft plaatsgevonden door een internationale jury onder voorzitterschap van de Vice-President van de ECB en bestaande uit twaalf leden: drie van de ECB, drie van nationale centrale banken, de vijf externe, internationaal bekende architecten die deel hadden uitgemaakt van het Voorselectiecomité, en een vertegenwoordiger van de stad Frankfurt am Main. Op 28 en 29 augustus heeft de jury twaalf kandidaten geselecteerd voor de tweede fase van de wedstrijd. De ECB heeft deze twaalf kandidaten gevraagd uiterlijk 12 december een meer gedetailleerd architectonisch ontwerpvoorstel in te dienen. De jury heeft de drie winnende ontwerpen op 13 februari 2004 gekozen.⁸ Alle tijdens de twee fasen van de wedstrijd ingediende ontwerpvoorstellen zijn vervolgens aan het publiek getoond gedurende een drie weken durende tentoonstelling in het Deutsches Architektur Museum te Frankfurt am Main.

De ECB kan de winnende kandidaten verzoeken hun ontwerpvoorstellen aan te passen aan de aanbevelingen van de jury en aan door de ECB vast te stellen herziene functionele en technische eisen. Na de uiteindelijke ontwerpvoorstellen te hebben beoordeeld, zal de ECB de opdracht voor haar nieuwe kantoor toekennen aan die kandidaat die naar de mening van de ECB het best voldoet aan de selectiecriteria. Vervolgens zal een aanvang worden gemaakt met de planning; het is de bedoeling in 2006 met de bouw te beginnen.

⁸ Een persbericht en foto's zijn te vinden op de website van de ECB.

3 SOCIALE DIALOOG ESCB

In 2003 zijn twee bijeenkomsten van de Sociale Dialoog ESCB gehouden, waarbij vertegenwoordigers van het personeel van alle centrale banken van het ESCB en Europese vakverenigingen met de ECB zijn samengekomen om die ontwikkelingen binnen het ESCB te bespreken die van invloed zijn op de positie van het personeel van de nationale centrale banken. Vertegenwoordigers van het personeel van de centrale banken van de toetredende landen waren uitgenodigd de bijeenkomsten als waarnemer bij te wonen.

Evenals de afgelopen jaren, betroffen de belangrijkste gespreksonderwerpen weer de ontwikkelingen op het gebied van bankbiljetten, betalingssystemen, en de financiële stabiliteit en het financiële toezicht.

Met betrekking tot bankbiljetten werd met name gesproken over de regelingen voor het drukken van bankbiljetten op de lange termijn (zie Hoofdstuk 2, paragraaf 3). Door de vertegenwoordigers van het personeel werd benadrukt dat bankbiljetten een publiek goed zijn en dat de kwaliteit en de veiligheid van bankbiljetten van doorslaggevend belang zijn voor het vertrouwen dat het publiek erin kan hebben. Zij waren ook van mening dat de werkgelegenheid van het personeel bij de bankbiljettendrukkerijen moest worden behouden, en wel om verschillende redenen, met name ook als erkenning van de door het personeel geleverde grote inspanningen om de eurobankbiljetten tijdig gereed te hebben voor de overgang op de chartale euro. Derhalve moeten de centrale banken betrokken blijven bij alle processen die verband houden met bankbiljetten, met name het drukken ervan.

Wat de betalingssystemen betreft lag de nadruk bij de besprekingen op de voortgang bij de voorbereidingen voor TARGET2 (zie Hoofdstuk 2, paragraaf 2). De ECB heeft de deelnemers aan de Sociale Dialoog ESCB bij voortdurende op de hoogte gehouden van de terzake geboekte voortgang. De vertegenwoordigers van het personeel hebben commentaar geleverd op de mogelijke oplossingen en hebben een

voorkeur uitgesproken voor een gedecentraliseerde oplossing conform het huidige systeem.

Met betrekking tot de financiële stabiliteit en het financiële toezicht heeft de ECB de deelnemers informatie verschaft over de hervorming van de regelingen op het niveau van de EU terzake van financiële regulering, toezicht en stabiliteit, het uitvoeringsproces van het 'Lamfalussy-kader' binnen het bankwezen, de herziening door het Bazelse Comité van Toezichthouders van de solvabiliteitseisen voor banken (het Nieuwe Bazelse Kapitaalakkoord), en de hervorming van de toezichtstructuren op het nationale niveau (zie Hoofdstuk 3, paragraaf 2). De vertegenwoordigers van het personeel hebben nogmaals herhaald dat hun voorkeur uitgaat naar een situatie waarin de taken aangaande de financiële stabiliteit en het financiële toezicht bij de centrale banken berusten.

Bij de Sociale Dialoog ESCB was ook gelegenheid om andere, meer algemene onderwerpen te bespreken, zoals de ontwikkeling van gezamenlijke opleidingsprogramma's en van een bedrijfscultuur voor het ESCB, de door de ECB getroffen voorbereidingen voor de uitbreiding van het ESCB in 2004 en de herstructurering bij enkele nationale centrale banken na de vorming van het Eurosysteem. Wat dat laatste betreft, zijn de aan dergelijke reorganisaties ten grondslag liggende factoren besproken en hebben de vertegenwoordigers van het personeel hun zorg geuit over de handhaving van het werkgelegenheidsniveau bij de nationale centrale banken.

De meningen van en de zorg geuit door de vertegenwoordigers van de vakvereniging zijn ter kennis gebracht van de Raad van Bestuur en de Algemene Raad.

Tijdens de bijeenkomsten in het kader van de Sociale Dialoog ESCB heeft de ECB benadrukt dat de Raad van Bestuur bij de besluitvorming uitgaat van de beginselen van doelmatigheid, effectiviteit, veiligheid, kwaliteit en dienstverlening. Voorts wordt rekening gehouden met de invloed die de besluiten kunnen hebben op de

werkgelegenheid en de maatschappelijke verhoudingen.

In oktober 2003 is de ECB begonnen met een Nieuwsbrief Sociale Dialoog ESCB om de tussentijdse informatievoorziening aan de deelnemers te verbeteren en om het inzicht in de besproken onderwerpen te bevorderen. Ten slotte hebben de deelnemers de noodzaak benadrukt van een versterking van de bedrijfscultuur binnen het ESCB. Daartoe worden thans gezamenlijke opleidingsprogramma's opgezet.

4 JAARREKENING VAN DE ECB

BALANS PER 31 DECEMBER 2003

ACTIVA	ZIE TOELICHTING ONDER	2003 €	2002 €
Goud en goudvorderingen	1	8.145.320.117	8.058.187.254
Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta	2		
Vorderingen op het IMF		211.651.948	164.788.323
Tegoeden bij banken en beleggingen in waardepapieren, externe leningen en overige externe activa		28.593.384.857	37.151.511.287
		28.805.036.805	37.316.299.610
Vorderingen op ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta	2	2.799.472.504	3.047.976.497
Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro	3		
Tegoeden bij banken, beleggingen in waardepapieren en leningen		474.743.402	183.237.923
Overige vorderingen op kredietinstellingen in het eurogebied, luidende in euro	4	25.000	0
Vorderingen binnen het Eurosysteem	5		
Vorderingen uit hoofde van de toedelingen van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem		34.899.471.205	28.681.074.010
Overige vorderingen binnen het Eurosysteem (netto)		4.599.894.403	5.468.478.796
		39.499.365.608	34.149.552.806
Overige activa	6		
Materiële vaste activa		128.911.950	112.624.758
Overige financiële activa		5.573.756.258	5.529.030.465
Overlopende activa en vooruitbetaalde kosten		590.646.023	1.260.718.561
Diversen		37.791.421	609.968.394
		6.331.105.652	7.512.342.178
Verlies over het boekjaar		476.688.785	0
Totaal activa		86.531.757.873	90.267.596.268

PASSIVA	ZIE TOELICHTING ONDER	2003 €	2002 €
Bankbiljetten in omloop	7	34.899.471.205	28.681.074.010
Verplichtingen aan overige ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro	8	1.065.000.000	1.036.000.000
Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro	9	146.867.501	227.805.777
Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta	10		
Deposito's, tegoeden en overige verplichtingen		1.452.432.822	5.192.380.656
Verplichtingen binnen het Eurosysteem	11		
Verplichtingen uit hoofde van de overdracht van externe reserves		40.497.150.000	40.497.150.000
Overige passiva	12		
Overlopende passiva en vooraf geïnde inkomsten		1.162.299.071	1.417.939.194
Diversen		174.890.973	75.191.137
		1.337.190.044	1.493.130.331
Voorzieningen	13	87.195.777	2.644.780.685
Herwaarderingsrekeningen	14	2.176.464.065	4.404.834.096
Kapitaal en reserves	15		
Kapitaal		4.097.229.250	4.097.229.250
Reserves		772.757.209	772.757.209
		4.869.986.459	4.869.986.459
Winst over het boekjaar		0	1.220.454.254
Totaal passiva		86.531.757.873	90.267.596.268

WINST- EN VERLIESREKENING OVER HET JAAR 2003

	ZIE TOELICHTING ONDER	2003 €	2002 €
Rentebaten uit externe reserves		541.294.375	990.618.897
Rentebaten uit de toedeling van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem		698.245.187	726.917.226
Overige rentebaten		1.449.963.923	1.965.003.344
<i>Rentebaten</i>		<i>2.689.503.485</i>	<i>3.682.539.467</i>
Remuneratie van vorderingen van nationale centrale banken in verband met overgedragen externe reserves		(807.683.148)	(1.140.963.789)
Overige rentelasten		(1.166.693.660)	(1.547.042.623)
<i>Rentelasten</i>		<i>(1.974.376.808)</i>	<i>(2.688.006.412)</i>
Netto rentebaten	20	715.126.677	994.533.055
Gerealiseerde winsten/verliezen uit financiële transacties	21	525.260.622	735.425.388
Afwaarderingen van financiële activa en posities	22	(3.972.689.560)	(276.955.036)
Overdracht naar/uit voorzieningen voor wisselkoersprijsrisico's		2.568.708.838	154.000.000
Netto baten uit financiële transacties, afwaarderingen en voorzieningen voor risico's		(878.720.100)	612.470.352
Netto (lasten)/baten uit provisies en commissies	23	(63.466)	(227.158)
Overige baten	24	2.911.280	3.744.153
Totaal netto baten		(160.745.609)	1.610.520.402
Personeelskosten	25 & 26	(129.886.988)	(120.003.344)
Beheerkosten	27	(153.549.282)	(133.966.576)
Afschrijving van materiële vaste activa	28	(30.410.140)	(17.738.206)
Productiekosten bankbiljetten	29	(2.096.766)	(118.358.022)
(Verlies)/Winst over het boekjaar		(476.688.785)	1.220.454.254

Frankfurt am Main, 9 maart 2004

EUROPESE CENTRALE BANK

Jean-Claude Trichet
President

GRONDSLAGEN VOOR DE OPSTELLING VAN DE JAARREKENING¹

VORM EN PRESENTATIE VAN DE JAARREKENING

De jaarrekening van de Europese Centrale Bank (ECB) is zodanig opgesteld dat een getrouw beeld wordt gegeven van de 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 van de ECB passend worden geacht voor een centrale bank.²

GRONDSLAGEN VOOR WAARDERING EN RESULTAATBEPALING

De toegepaste grondslagen voor waardering en resultaatbepaling zijn: de beginselen van economische realiteit en transparantie, het voorzichtigheidsbeginsel, de verwerking van gebeurtenissen na de balansdatum, het materialiteitsbeginsel, de periodoerekeningsgrondslag, het continuïteitsbeginsel en de beginselen van consistentie en vergelijkbaarheid.

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.

GOUD EN IN VREEMDE VALUTA LUIDENDE ACTIVA EN PASSIVA

In vreemde valuta luidende activa en passiva worden in euro omgerekend tegen de op de balansdatum geldende marktcoers. Baten en lasten worden omgerekend tegen de op de datum van de transactie geldende marktcoers. De herwaardering van in vreemde valuta luidende activa en passiva, met inbegrip van zowel in de balans opgenomen als niet in de balans opgenomen instrumenten, vindt plaats per valutasoort.

Prijsherwaardering van in vreemde valuta luidende activa en passiva geschiedt onafhankelijk van de valutakoersherwaardering.

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 wordt afgeleid van de koers van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar per 31 december 2003.

WAARDEPAPIEREN

Alle verhandelbare waardepapieren en vergelijkbare activa worden gewaardeerd tegen de gemiddelde marktprijs per de balansdatum per waardepapier. Voor het jaar 2003 zijn daartoe de gemiddelde marktprijzen per 30 december 2003 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 ongerealiseerde herwaarderingswinsten, zoals opgenomen in de desbetreffende herwaarderingsrekening, te boven gaan. Ongerealiseerde verliezen op waardepapieren, valuta's of aangehouden goud worden niet gesaldeerd met ongerealiseerde winsten uit andere waardepapieren, valuta's of goud. Bij een ongerealiseerd verlies

- 1 De grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening van de ECB zijn vastgelegd in een Besluit van de Europese Centrale Bank van 5 december 2002 betreffende de jaarrekening van de Europese Centrale Bank (ECB/2002/11), Pb L 58, 3 maart 2003, blz. 38-59.
- 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.

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

Bij een repo-overeenkomst worden waardepapieren verkocht tegen contanten met een gelijktijdige overeenkomst deze op een vastgestelde toekomstige datum tegen een overeengekomen prijs terug te kopen. Deze overeenkomsten tot terugkoop worden weergegeven aan de passiefzijde van de balans en leiden tevens tot een rentelast op de winst- en verliesrekening. Krachtens een dergelijke overeenkomst verkochte waardepapieren blijven in de balans van de ECB opgenomen.

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. Deze overeenkomsten tot verkoop worden weergegeven aan de actiefzijde van de balans, maar worden niet opgenomen bij de door de ECB aangehouden waardepapieren en leiden tot rentebaten op 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 2003 heeft de ECB geen onderpand in de vorm van contanten over de looptijd van dergelijke transacties ontvangen.

NIET IN DE BALANS OPGENOMEN INSTRUMENTEN

Deviezeninstrumenten, te weten deviezen- en termijntransacties, termijnonderdelen van devie-

zenswaps 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. Uitstaande rentefuturesposities worden op rekeningen buiten de balans geboekt. Vanaf 2003 zijn dagelijkse wijzigingen in de variatiemarge in de winst- en verliesrekening opgenomen.

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 toegevoerd, 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, Sveriges Riksbank en de Bank of England) dergelijke saldi aanhouden ten opzichte van de ECB, worden deze verantwoord onder “Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro”.

VASTE ACTIVA

Vaste activa, met uitzondering van grond, worden gewaardeerd tegen kostprijs onder aftrek van afschrijvingen. Grond wordt gewaardeerd tegen kostprijs. Afschrijving vindt plaats volgens de lineaire methode, vanaf het kwartaal volgend op de aanschaffing en gedurende de 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 panden van de ECB is verkort, teneinde ervoor te zorgen dat deze activa geheel afgeschreven zijn eind 2008, wanneer de ECB naar verwachting naar haar definitieve locatie zal zijn verhuisd.

PENSIOENREGELING VAN DE ECB

De ECB kent een pensioenregeling op basis van een zogeheten beschikbaar-premiestelsel. De activa van het pensioenfonds, die uitsluitend dienen ter dekking van de uitkeringen aan de deelnemers en hun nabestaanden, worden onder

de overige activa van de ECB opgenomen en worden separaat verantwoord in de “Toelichting op de balans”. Waarderingswinsten en -verliezen op de activa van het pensioenfonds worden als baten en lasten van het fonds verantwoord in het jaar waarin zij zich voordoen. Ter zake van de uitkeringen ten laste van de uitkeringsrekening, die is opgebouwd uit de door de ECB betaalde premies, bestaan minimumgaranties die een basis vormen voor de uiteindelijk beschikbare uitkeringen.

BANKBILJETTEN IN OMLOOP

De ECB en de twaalf nationale centrale banken van het eurogebied, die samen het Eurosysteem vormen, geven bankbiljetten uit.³ De totale waarde van de eurobankbiljetten in omloop wordt toegeedeeld aan de centrale banken van het Eurosysteem op de laatste werkdag van elke maand overeenkomstig de verdeelsleutel voor de toedeling van bankbiljetten.⁴ De ECB heeft toegeedeeld 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 zijn⁵, worden vermeld onder de subpost “Vorderingen binnen het Eurosysteem: Vorderingen uit hoofde van de toedelingen van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem” (zie onder “Posities binnen het ESCB en binnen het Eurosysteem” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”). Rentebaten over deze vorderingen worden opgenomen onder de post “Netto rentebaten”. De Raad van Bestuur

3 Besluit van de ECB van 6 december 2001 betreffende de uitgifte van bankbiljetten (ECB/2001/15), Pb L 337, 20 december 2001, blz. 52-54.

4 De term “verdeelsleutel voor de toedeling van bankbiljetten” heeft betrekking op de percentages die het gevolg zijn van het meerekenen van het deel 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 van de ECB 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 (ECB/2001/16), Pb L 337, 20 december 2001, blz. 55-61.

heeft besloten dat deze baten apart zullen worden verdeeld onder de nationale centrale banken in de vorm van een tussentijdse verdeling aan het einde van elk kwartaal.⁶ Zij zullen in hun geheel worden verdeeld tenzij de netto winst van de ECB over het gehele jaar kleiner is dan de inkomsten uit de eurobankbiljetten in omloop, en afhankelijk van een beslissing van de Raad van Bestuur 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 Raad van de Europese Unie heeft, met inachtneming van artikel 27 van de Statuten van het ESCB en op aanbeveling van de Raad van Bestuur van de ECB, de benoeming van KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft als externe accountants van de ECB voor een periode van vijf jaar vanaf het financiële jaar 2003 goedgekeurd.

6 Besluit van de ECB van 21 november 2002 inzake de verdeling van de inkomsten van de Europese Centrale Bank uit in omloop zijnde eurobankbiljetten onder de nationale centrale banken van de deelnemende lidstaten (ECB/2002/9), Pb L 323, 28 november 2002, blz. 49-50.

TOELICHTING OP DE BALANS

I GOUD EN GOUDVORDERINGEN

De goudvoorraad van de ECB bedraagt 24,7 miljoen *ounces fine gold* (2002: 24,7 miljoen ounces). In 2003 hebben geen transacties in goud plaatsgevonden. Ten opzichte van 2002 is de mutatie in deze post het gevolg van de herwaardering van deze post per de jaarultimo (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 2003 door de ECB aangehouden Bijzondere Trekkingsrechten (Special Drawing Rights, 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 activa

Deze vorderingen bestaan uit tegoeden bij banken, leningen luidende in vreemde valuta en beleggingen in waardepapieren, luidende in Amerikaanse dollar en Japanse yen. Zij kunnen als volgt worden uitgesplitst:

<i>Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied</i>	2003 €	2002 €	Mutatie €
Rekeningen-courant	1.365.187.080	1.249.268.747	115.918.333
Geldmarkt-deposito's	1.197.220.582	1.665.333.388	(468.112.806)
Repo-overeenkomsten met wederinkoopverplichting	3.834.025.154	8.252.807.861	(4.418.782.707)
Beleggingen in waardepapieren	22.196.952.041	25.984.101.291	(3.787.149.250)
Totaal	28.593.384.857	37.151.511.287	(8.558.126.430)

<i>Vorderingen op ingezetenen van het eurogebied</i>	2003 €	2002 €	Mutatie €
Rekeningen-courant	26.740	78.898	(52.158)
Geldmarkt-deposito's	2.799.445.764	3.047.897.599	(248.451.835)
Totaal	2.799.472.504	3.047.976.497	(248.503.993)

De afname van deze posities in 2003 is voornamelijk het gevolg van de herwaardering van de in Amerikaanse dollar luidende activa van de ECB per de jaarultimo. De depreciatie van de Amerikaanse dollar ten opzichte van de euro heeft geleid tot een aanzienlijke daling van hun equivalente waarde in euro (zie onder “Goud en in vreemde valuta luidende activa en passiva” en “Resultaatbepaling” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”).

3 VORDERINGEN OP NIET-INGEZETENEN VAN HET EUROGEBIED, LUIDENDE IN EURO

Per 31 december 2003 bestond deze post uit bancaire deposito's bij niet-ingezetenen van het eurogebied.

4 OVERIGE VORDERINGEN OP KREDIET-INSTELLINGEN IN HET EUROGEBIED, LUIDENDE IN EURO

Per 31 december 2003 bestond deze vordering uit een bancaire deposito bij een ingezetene van het eurogebied.

5 VORDERINGEN BINNEN HET EUROSISTEEM

Vorderingen uit hoofde van de toedelingen van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem

Deze post bestaat uit de vorderingen van de ECB ten opzichte van de nationale centrale banken van het eurogebied uit hoofde van de toedelingen van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem (zie onder “Bankbiljetten in omloop” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”).

Overige vorderingen binnen het Eurosysteem (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 2003 was een bedrag van €533 miljoen verschuldigd door de nationale centrale banken van het eurogebied in verband met tussentijdse verdelingen van de inkomsten van de ECB uit bankbiljetten. Dit vertegenwoordigt 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 (zie onder “Bankbiljetten in omloop” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening” en de “Toelichting op de winst- en verliesrekening” onder 20).

	2003 €	2002 €
Te vorderen van nationale centrale banken van het eurogebied ter zake van TARGET	49.646.309.854	56.546.091.330
Verschuldigd aan nationale centrale banken van het eurogebied ter zake van	(45.579.175.620)	(50.471.612.534)
Netto TARGET-positie	4.067.134.234	6.074.478.796
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	532.760.169	(606.000.000)
Overige vorderingen binnen het Eurosysteem (netto)	4.599.894.403	5.468.478.796

6 OVERIGE ACTIVA

Materiële vaste activa

De materiële vaste activa omvatten per 31 december 2003 de volgende posten:

	Netto boekwaarde per 31 dec. 2003 €	Netto boekwaarde per 31 dec. 2002 €	Mutatie €
Land en gebouwen	54.929.962	51.496.140	3.433.822
Computers	45.407.622	33.522.388	11.885.234
Inventaris, meubilair, installaties en motorvoertuigen	2.149.813	2.575.083	(425.270)
Activa in aanbouw	23.259.861	9.092.185	14.167.676
Overige vaste activa	3.164.692	15.938.962	(12.774.270)
Totaal	128.911.950	112.624.758	16.287.192

De voornaamste stijging in deze post houdt verband met de gekapitaliseerde kosten van de installaties van de ECB in het derde pand van de ECB en de aanschaf van additionele informatiesysteemapparatuur.

Overige financiële activa

Deze post bestaat voornamelijk uit:

	2003 €	2002 €	Mutatie €
Waardepapieren luidende in euro	5.276.052.927	5.428.324.673	(152.271.746)
Repo-overeenkomsten met wederinkoopverplichting in euro	167.100.400	0	167.100.400
Vorderingen in verband met het pensioenfonds van de ECB	91.727.194	61.852.580	29.874.614
Overige financiële activa	38.875.737	38.853.212	22.525
Totaal	5.573.756.258	5.529.030.465	44.725.793

(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).

(b) De beleggingen van het pensioenfonds van de ECB zijn gewaardeerd op €91,7 miljoen (2002: €61,9 miljoen). De aangehouden

activa betreffen de beleggingen van de gecumuleerde pensioenpremies van de ECB en van het personeel van de ECB per 31 december 2003; deze beleggingen worden beheerd door een externe vermogensbeheerder. De reguliere premies van de ECB en de deelnemers zijn op maandbasis belegd. De activa van het fonds zijn niet uitwisselbaar met andere financiële activa van de ECB en de uit deze activa voortvloeiende nettobaten vormen geen baten van de ECB, maar worden herbelegd in de desbetreffende fondsen ter dekking van de toekomstige pensioenuitkeringen. De externe vermogensbeheerder waardeert de activa van het pensioenfonds op basis van beurskoersen per de jaarclosing.

- (c) De ECB is houdster van 3.000 aandelen Bank voor Internationale Betalingen (BIB), die zijn opgenomen tegen de aanschaffingsprijs van €38,5 miljoen.

Overlopende activa en vooruitbetaalde kosten

In 2002 omvatte deze post nog te ontvangen rente ter waarde van €727 miljoen op de voordeelingen van de ECB uit hoofde van de toedelingen van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem voor het gehele jaar. Vanaf 2003 wordt deze rente ontvangen na het einde van elk kwartaal. Dientengevolge omvat deze post nu uitsluitend de laatste driemaandelijke nog aan de ECB verschuldigde rente ten bedrage van €165 miljoen (zie onder “Bankbiljetten in omloop” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”).

De rest van deze balans bestaat voornamelijk uit nog te ontvangen rente op waardepapieren en andere financiële activa.

Diversen

In 2002 omvatte deze post de lopende tussentijdse verdeling van de inkomsten van de ECB uit bankbiljetten ten bedrage van €606 miljoen. In 2003 werden al deze inkomsten door de ECB vastgehouden (zie onder 20 in de “Toelichting op de winst- en verliesrekening”).

7 BANKBIJETTEN IN OMLOOP

Deze post bestaat uit het ECB-deel 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 verevend.

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 NIET-INGEZETENEN VAN HET EUROGEBIED, LUIDENDE IN VREEMDE VALUTA

De verplichtingen uit hoofde van repo-overeenkomsten afgesloten met niet-ingezetenen van het eurogebied in verband met het beheer van de deviezenreserves van de ECB zijn de volgende:

	2003 €	2002 €	Mutatie €
Repo-overeenkomsten	1.452.432.822	5.192.380.656	(3.739.947.834)

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. De verplichtingen luiden in euro tegen een ten tijde van hun overdracht vastgestelde waarde. Rente wordt vergoed ter hoogte van de meest recent beschikbare marginale rentevoet voor de basisherfinancierings-transacties van het Eurosysteem, met een correctie vanwege een rendement van nul op de goudcomponent (zie onder 20 in de “Toelichting op de winst- en verliesrekening”).

	%	€
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,8658	1.432.900.000
Deutsche Bundesbank	24,4935	12.246.750.000
Bank of Greece	2,0564	1.028.200.000
Banco de España	8,8935	4.446.750.000
Banque de France	16,8337	8.416.850.000
Central Bank & Financial Services Authority of Ireland	0,8496	424.800.000
Banca d'Italia	14,8950	7.447.500.000
Banque centrale du Luxembourg	0,1492	74.600.000
De Nederlandsche Bank	4,2780	2.139.000.000
Oesterreichische Nationalbank	2,3594	1.179.700.000
Banco de Portugal	1,9232	961.600.000
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,3970	698.500.000
Totaal	80,9943	40.497.150.000

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 activa (zie onder 11). De verplichtingen van de ECB ten aanzien van het pensioenfonds, met inbegrip van een voorziening op grond van het rapport van de actuaaris, bedragen €100,6 miljoen (2002: €72,4 miljoen). Onder deze post worden eveneens vermeld overige overlopende posten en uitstaande repo-transacties, ter waarde van €64 miljoen, die zijn uitgevoerd in verband met het beheer van de eigen middelen van de ECB (zie onder 6).

13 VOORZIENINGEN

In 2000 is een algemene voorziening getroffen tegen het grote wisselkoers- en renterisico dat de ECB loopt. Hoe groot deze voorziening moest zijn, en of deze moest worden voortgezet, is jaarlijks bezien op basis van een beoordeling door de ECB van haar toekomstige wisselkoers- en renterisico's. Gezien de aanzienlijke depreciatie van de Amerikaanse dollar ten opzichte van de euro in 2003, is deze voorziening geheel gebruikt om ongerealiseerde verliezen per de jaarultimo, die voornamelijk voortkomen uit de herwaardering van de door de ECB aangehouden in Amerikaanse dollar luidende activa, te dekken (zie onder “Resultaatbepaling” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening” en onder 22 in de “Toelichting op de winst- en verliesrekening”)⁷.

Deze post omvat tevens de voorzieningen met betrekking tot pensioenen en gemaakte kosten ter zake van goederen en diensten, samen met een adequate voorziening voor de contractuele verplichting van de ECB om, wanneer zij naar haar definitieve locatie verhuist, bij het verlaten van de huidige panden, deze in oorspronkelijke staat terug te brengen.

14 HERWAARDERINGSREKENINGEN

Deze rekeningen bestaan uit herwaarderingsreserves uit hoofde van ongerealiseerde winsten op activa en passiva.

	2003 €	2002 €	Mutatie €
Goud	2.070.968.381	1.983.835.491	87.132.890
Deviezen	1.901	1.682.723.875	(1.682.721.974)
Waardepapieren	105.493.783	738.274.730	(632.780.947)
Totaal	2.176.464.065	4.404.834.096	(2.228.370.031)

⁷ Besluit van de Europese Centrale Bank van 21 november 2002 inzake de verdeling van de inkomsten van de Europese Centrale Bank uit in omloop zijnde eurobankbiljetten onder de nationale centrale banken van de deelnemende lidstaten (ECB/2002/9), Pb L 323, 28 november 2002, blz. 49-50.

15 KAPITAAL EN RESERVES

Kapitaal

De volgestorte bijdragen van de nationale centrale banken van het eurogebied aan het kapitaal van de ECB van €5 miljard bedragen in totaal €4.049.715.000 en zijn als volgt verdeeld:

	%	Geplaatst kapitaal €	Volgestort kapitaal €
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	2,8658	143.290.000	143.290.000
Deutsche Bundesbank	24,4935	1.224.675.000	1.224.675.000
Bank of Greece	2,0564	102.820.000	102.820.000
Banco de España	8,8935	444.675.000	444.675.000
Banque de France	16,8337	841.685.000	841.685.000
Central Bank & Financial Services Authority of Ireland	0,8496	42.480.000	42.480.000
Banca d'Italia	14,8950	744.750.000	744.750.000
Banque centrale du Luxembourg	0,1492	7.460.000	7.460.000
De Nederlandsche Bank	4,2780	213.900.000	213.900.000
Oesterreichische Nationalbank	2,3594	117.970.000	117.970.000
Banco de Portugal	1,9232	96.160.000	96.160.000
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,3970	69.850.000	69.850.000
Totaal van nationale centrale banken van het eurogebied	80,9943	4.049.715.000	4.049.715.000
Danmarks Nationalbank	1,6709	83.545.000	4.177.250
Sveriges Riksbank	2,6537	132.685.000	6.634.250
Bank of England	14,6811	734.055.000	36.702.750
Totaal van nationale centrale banken buiten het eurogebied	19,0057	950.285.000	47.514.250
Totaal van nationale centrale banken binnen en buiten het eurogebied	100,0000	5.000.000.000	4.097.229.250

De bijdragen van de nationale centrale banken die niet deel uitmaken van het eurogebied zijn gelijk aan 5% van hun aandeel in het geplaatste kapitaal van de ECB en bedragen in totaal €47.514.250. De door deze nationale centrale banken gestorte bedragen zijn bijdragen aan de operationele kosten van de ECB. In tegenstelling tot de nationale centrale banken van het eurogebied, hebben de niet van het eurogebied

deel uitmakende nationale centrale banken 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), en hoeven zij evenmin eventuele verliezen van de ECB te financieren.

Reserves

Deze post omvat het algemeen reservefonds van de ECB, dat is opgezet krachtens artikel 33 van de Statuten van het ESCB.

16 GEBEURTENISSEN NA DE BALANSDATUM

AANPASSING VAN DE DOOR DE ECB GEHANTEERDE KAPITAALVERDEELSLEUTEL

Achtergrond

Krachtens artikel 29.3 van de Statuten van het ESCB, wordt de verdeelsleutel voor de inschrijving op het kapitaal van de ECB om de vijf jaar aangepast. De eerste aanpassing na de oprichting van de ECB is uitgevoerd op 1 januari 2004. Op 1 mei 2004 volgt een tweede aanpassing ten gevolge van de toetreding tot de EU van tien nieuwe lidstaten. Op grond van het Besluit van de Raad van 15 juli 2003 betreffende de statistische gegevens die moeten worden gebruikt voor de aanpassing van de verdeelsleutel voor de inschrijving op het kapitaal van de Europese Centrale Bank, zijn de kapitaalsleutels van de nationale centrale banken op 1 januari 2004 als volgt aangepast:

	Van 1 januari 1999 t/m 31 december 2003 %	Van 1 januari 2004 tot 1 mei 2004 %
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,8658	2,8297
Deutsche Bundesbank	24,4935	23,4040
Bank of Greece	2,0564	2,1614
Banco de España	8,8935	8,7801
Banque de France	16,8337	16,5175
Central Bank & Financial Services Authority of Ireland	0,8496	1,0254
Banca d'Italia	14,8950	14,5726
Banque centrale du Luxembourg	0,1492	0,1708
De Nederlandsche Bank	4,2780	4,4323
Oesterreichische Nationalbank	2,3594	2,3019

Banco de Portugal	1,9232	2,0129
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,3970	1,4298
Sub-totaal voor de nationale centrale banken van het eurogebied	80,9943	79,6384
Danmarks Nationalbank	1,6709	1,7216
Sveriges Riksbank	2,6537	2,6636
Bank of England	14,6811	15,9764
Sub-totaal voor nationale centrale banken buiten het eurogebied	19,0057	20,3616
Totaal	100,0000	100,0000

GEVOLGEN VAN DE AANPASSINGEN

Kapitaal van de ECB

Ten gevolge van de algehele vermindering van 1,3559% van de weging van de nationale centrale banken (met volgestorte kapitaalbijdragen) in het kapitaal van de ECB, en van de verhoging van de weging van de niet van het eurogebied deel uitmakende nationale centrale banken (die slechts 5% van hun bijdrage hebben volgestort), daalde het kapitaal van de ECB per 1 januari 2004 met in totaal €64 miljoen.

Vorderingen van de nationale centrale banken uit hoofde van de aan de ECB overgedragen externe activa

Gegeven de vermindering van de weging van de nationale centrale banken van het eurogebied (die overeenkomstig hun geplaatste aandelen in het kapitaal van de ECB externe activa hebben overgedragen aan de ECB) in de verdeelsleutel voor de inschrijving op het kapitaal van de ECB, is de oorspronkelijke vordering van €40.497 miljoen uit hoofde van deze overdracht dienovereenkomstig aangepast. Dit resulteerde in een vermindering van €678 miljoen, die aan de nationale centrale banken van het eurogebied is terugbetaald.

Veranderingen per 1 mei 2004

Wanneer de nieuwe landen toetreden tot de Europese Unie en hun respectieve nationale centrale bank onderdeel wordt van het ESCB, zullen het geplaatste kapitaal van de ECB en de limiet voor het bedrag aan externe reserves dat aan de ECB kan worden overgedragen, automatisch worden verhoogd.

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 aangewezen tegenpartijen. Per 31 december 2003 stonden onder deze regeling transacties met wederinkoopverplichting krachtens een repo-overeenkomst of krachtens een repo-overeenkomst met wederinkoopverplichting uit, elk met een waarde van €0,4 miljard (2002: €1,4 miljard) (zie “Transacties met wederinkoopverplichting” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”).

18 RENTEFUTURES

In 2003 zijn deviezenrentefutures gebruikt in het kader van het beheer van de deviezenreserves van de ECB. Per 31 december 2003 liepen de volgende transacties (vermeld tegen nominale waarde):

Deviezenrentefutures	Contractwaarde €
Aankopen	1.928.169.982
Verkopen	610.966.084

19 KAPITAALVERPLICHTINGEN

Op 5 maart 2002 hebben de ECB en de Stad Frankfurt am Main een aankoopovereenkomst getekend voor de locatie van het definitieve hoofdkwartier van de ECB. Op grond van een vooromschreven gebied voor bouwruimte, is de minimale aankoopprijs vastgesteld op €61,4 miljoen, te betalen in termijnen tot uiterlijk 31 december 2004, vanaf welke datum de ECB het wettelijk eigendomsrecht op deze locatie zal verkrijgen. Een eerste termijn is in 2003 aan de Stad Frankfurt betaald.

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:

	2003 €	2002 €	Mutatie €
Rente op rekeningen-courant	3.679.287	6.076.316	(2.397.029)
Baten uit geldmarkt-deposito's	45.699.455	76.811.025	(31.111.570)
Repo-overeenkomsten met wederinkoopverplichting	66.206.740	120.729.765	(54.523.025)
Netto baten uit waardepapieren	445.357.205	857.373.212	(412.016.007)
Totale rentebaten uit externe reserves	560.942.687	1.060.990.318	(500.047.631)
Rentelasten op rekeningen-courant	(73.292)	(263.018)	189.726
Repo-overeenkomsten	(19.575.020)	(70.108.403)	50.533.383
Rentebaten uit externe reserves (netto)	541.294.375	990.618.897	(449.324.522)

Rentebaten uit de toedeling van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem

Deze post bestaat uit de rentebaten van de ECB uit haar deel van 8% 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 gegeven tegen de meest recent beschikbare marginale rentevoet voor de basis-herfinancieringstransacties van het Eurosysteem. Deze baten worden verdeeld onder de nationale centrale banken, zoals beschreven onder "Bankbiljetten in omloop" in "Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening".

Op basis van het geschatte financiële resultaat van de ECB voor het jaar 2003, heeft de Raad van Bestuur in december 2003 besloten

(a) de drie gedurende het jaar reeds aan de nationale centrale banken uitbetaalde tussentijdse driemaandelijke verdelingen ten bedrage van in totaal €533 miljoen, terug te vorderen, en

(b) de laatste driemaandelijke tussentijdse verdeling van €165 miljoen 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 en -lasten ten aanzien van saldi uit hoofde van TARGET-transacties en ten aanzien van overige in euro luidende activa en passiva.

Het netto rentesaldo is in vergelijking met 2002 gedaald, voornamelijk ten gevolge van de verdere daling van zowel de Amerikaanse dollar als de eurorente gedurende het jaar.

21 GEREALISEERDE WINSTEN/VERLIEZEN UIT FINANCIËLE TRANSACTIES

	2003 €	2002 €	Mutatie €
Netto gerealiseerde prijswinsten op waardepapieren	528.606.147	734.191.562	(205.585.415)
Netto gerealiseerde wisselkoers(verliezen)/-winsten	(3.345.525)	1.233.826	(4.579.351)
Gerealiseerde winsten uit financiële transacties	525.260.622	735.425.388	(210.164.766)

De netto gerealiseerde winst is ontstaan door de verkoop van effecten in het kader van het normale portefeuillebeheer. In 2003 hebben geen aanzienlijke uitstromen van deviezen plaatsgevonden.

22 AFWAARDERINGEN VAN FINANCIËLE ACTIVA EN POSITIES

	2003 €	2002 €	Mutatie €
Ongerealiseerde prijsverliezen op waardepapieren (10.349.709)		0	(10.349.709)
Ongerealiseerde wisselkoersverliezen (3.962.339.851)	(3.962.339.851)	(276.955.036)	(3.685.384.815)
Totaal	(3.972.689.560)	(276.955.036)	(3.695.734.524)

Deze last is voornamelijk het gevolg van de afwaardering van de gemiddelde aanschaffingskosten van de door de ECB aangehouden Amerikaanse dollars tot de eindejaarsmarktwaarde per 31 december 2003, na de depreciatie van deze valuta ten opzichte van de euro gedurende het jaar. Dit is deels gedekt door het vrijkomen van de resterende algemene voorziening tegen wisselkoers- en renterisico's (zie respectievelijk onder "Resultaatbepaling" in "Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening" en onder 2 in de "Toelichting op de balans").

23 NETTO (LASTEN)/BATEN UIT PROVISIES EN COMMISSIES

	2003 €	2002 €	Mutatie €
Baten uit provisies en commissies 700.271	700.271	634.241	66.030
Kosten in verband met provisies en commissies (763.737)	(763.737)	(861.399)	97.662
Netto (lasten)/baten uit provisies en commissies (63.466)	(63.466)	(227.158)	163.692

De baten onder deze post bestaan voornamelijk uit aan kredietinstellingen opgelegde boetes ter zake van niet-nakoming van de reserveverplichtingen. De lasten hebben hoofdzakelijk te maken met op rekeningen-courant verschuldigde provisies en houden verband met de uitoefening van deviezenrentefutures (zie onder 18 in de "Toelichting op de balans").

24 OVERIGE BATEN

De overige baten gedurende het boekjaar waren hoofdzakelijk het gevolg van de overdracht van ongebruikte administratieve voorzieningen naar de winst- en verliesrekening.

25 PERSONEELSKOSTEN

Deze post heeft betrekking op salarissen en toelagen ten bedrage van €108,2 miljoen (2002: €92,6 miljoen), alsmede op werkgeversbijdragen aan het pensioenfonds van de ECB en de ziekte- en ongevallenverzekering. De toelagen van de leden van de Directie van de ECB bedroegen in totaal €2,0 miljoen (2002: €2,0 miljoen). Gedurende 2003 zijn geen pensioenen betaald aan voormalige leden van de Directie of aan hun nabestaanden. Overgangsbetalingen zijn uitgekeerd aan vertrekkende leden van de Directie. De salarissen en toelagen van het personeel, met inbegrip van de toelagen van hoge bestuursfunctionarissen, zijn in grote lijnen gebaseerd op en vergelijkbaar met de beloningsverhoudingen binnen de Europese Gemeenschappen.

Eind 2003 bedroeg het aantal personeelsleden van de ECB 1.213, waaronder 84 in bestuursfuncties. Het verloop van personeelsleden was in 2003 als volgt:

	2003	2002
Per 1 januari	1.105	1.043
Nieuwe personeelsleden	149	113
Vertrokken personeelsleden	41	51
Per 31 december	1.213	1.105
Gemiddelde aantal personeelsleden	1.160	1.080

26 DE PENSIOENREGELING VAN DE ECB

Volgens het reglement van de pensioenregeling van de ECB, moet eens per drie jaar een volledige actuariële waardering worden uitgevoerd. De meest recente volledige actuariële waardering is per 31 december 2002, waarbij rekening is gehouden met alle beëindigde pensioenge-rechtigde dienstverbanden per die datum.

De premielasten van de regeling worden geraamd op basis van het advies van een bevoegd actuaaris. De totale door de ECB betaalde pensioenpremies, met inbegrip van een voorziening voor arbeidsongeschiktheid en pensioenuitkeringen, bedroegen €21,7 miljoen (2002: €27,4 miljoen). Hierin is een voorziening begrepen voor pensioenen voor leden van de Directie van €1,9 miljoen (2002: €2,1 miljoen) en supplementaire bijdragen. De in de toekomst door de ECB te betalen pensioenpremie bedraagt 16,5% van de pensioengrondslag van alle personeelsleden.

27 BEHEERKOSTEN

Deze kosten omvatten alle overige lopende kosten, te weten huur, 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 AFSCHRIJVING VAN MATERIËLE VASTE ACTIVA

De stijging van de afschrijvingskosten in 2003 weerspiegelt voor de eerste keer het effect van de verkorting van de afschrijvingsperiode voor kapitaaluitgaven in verband met gebouwen en herinrichting (zie onder “Vaste activa” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”).

29 PRODUCTIEKOSTEN BANKBILJETTEN

In 2003 hadden deze kosten te maken 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. Het bedrag voor 2002 hield verband met het als last boeken van een strategische voorraad eurobankbiljetten voor het Eurosysteem in 2001.

TOELICHTING OP DE TOEDELING VAN VERLIEZEN

Deze toelichting maakt geen deel uit van de jaarrekening van de ECB over 2003 en wordt slechts ter informatie in dit Jaarverslag gepubliceerd.

INKOMSTEN UIT DE DOOR DE ECB UITGEGEVEN BANKBIJETTEN

Bij besluit van de Raad van Bestuur van de ECB is een bedrag van €698 miljoen niet door de ECB uitgekeerd om te waarborgen dat de totale winstverdeling over het jaar de netto jaarwinst van de ECB niet zou overstijgen. Dit bedrag bestaat geheel uit alle inkomsten uit het deel van de ECB van de totale waarde van de in 2003 in omloop zijnde bankbiljetten.

	2003 €	2002 €
(Verlies)/Winst over het boekjaar	(476.688.785)	1.220.454.254
Onder de nationale centrale banken verdeelde inkomsten uit de door de ECB uitgegeven bankbiljetten	0	(606.000.000)
(Verlies)/Winst over het boekjaar na verdeling van de inkomsten uit de door de ECB uitgegeven bankbiljetten	(476.688.785)	614.454.254
(Toewijzingen)/ Onttrekkingen aan algemeen reservefonds	476.688.785	0
Te verdelen winst	0	614.454.254
Winstverdeling onder nationale centrale banken	0	(614.454.254)
Totaal	0	0

DEKING VAN VERLIEZEN VAN DE ECB

In geval van een verlies van de ECB, kan het tekort krachtens artikel 33.2 van de Statuten van het ESCB worden gedekt uit het algemeen reservefonds van de ECB en, indien nodig, bij besluit van de Raad van Bestuur, door de monetaire inkomsten van het betrokken boekjaar, naar rato en tot beloop van de bedragen die overeenkomstig artikel 32.5 van de Statuten aan de nationale centrale banken zijn toegeedeeld.⁸

Tijdens zijn vergadering van 18 maart 2004 heeft de Raad van Bestuur van de ECB besloten het verlies voor het jaar 2003 als volgt te dekken:

⁸ Krachtens artikel 32.5 van de Statuten van het ESCB dient de som van de monetaire inkomsten van de nationale centrale banken aan de nationale centrale banken te worden toegeedeeld naar rato van hun gestorte aandeel in het kapitaal van de ECB.



Marie-Curie-Straße 30
D-60439 Frankfurt am Main

Postfach 50 05 20
D-60394 Frankfurt am Main

Telefon (0 69) 95 87-0
Telefax (0 69) 95 87-10 50

Accountantsverklaring

President en Raad van Bestuur
van de Europese Centrale Bank

Frankfurt am Main

Wij hebben bijgaande balans van de Europese Centrale Bank per 31 december 2003 gecontroleerd, alsmede de daarmee verband houdende winst- en verliesrekening per dezelfde datum en de toelichtingen. De Directie van de Europese Centrale Bank is verantwoordelijk voor deze jaarrekening. Het is onze verantwoordelijkheid op grond van ons onderzoek een oordeel te geven over deze jaarrekening.

Wij hebben ons onderzoek verricht in overeenstemming met internationale controlestandaarden. Deze standaarden vereisen dat wij de controle zo opzetten en uitvoeren dat wij er redelijk zeker van kunnen zijn dat de jaarrekening geen materiële verkeerde opgave bevat. Een controleonderzoek omvat steekproefsgewijs onderzoek van stukken die betrekking hebben op de in de jaarrekening vervatte bedragen en verantwoordingen. Tevens omvat een controle-onderzoek een beoordeling van de gehanteerde grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening en van belangrijke, door het management gemaakte schattingen, alsmede een evaluatie van de algehele presentatie van de jaarrekening. Wij zijn van mening dat ons controle-onderzoek een redelijke basis vormt voor ons oordeel.

Naar ons oordeel geeft de jaarrekening een getrouw beeld van de grootte en de samenstelling van het vermogen van de Europese Centrale Bank per 31 december 2003 en van het resultaat voor het jaar 2003 overeenkomstig de in het eerste deel van de toelichting beschreven grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening.

Frankfurt am Main, 9 maart 2004

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

(Wohlmannstetter)
Controlerend accountant

(Dr. Lemnitzer)
Controlerend accountant

Aufsichtsratsvorsitzender:
WP StB Dipl.-Kfm.
Gerhard Brackert

Vorstand:
WP StB Dipl.-Kfm.
Axel Berger
WP RA StB
Dr. Bernd Erle
WP StB Dipl.-Kfm.
Prof. Dr. Gerd Geib
WP Dr. Martin Hoyos

RA StB
Dr. Hartwich Lüßmann
WP Dipl.-Kfm. Ulrich Maas
WP StB
Prof. Dr. Rolf Nonnenmacher
WP StB Dipl.-Kfm.
Rüdiger Reinke
CPA Kenneth D. Russell
WP Dipl.-Oec.
Bernd Ulrich Schmid
WP Dipl.-Kfm.
Prof. Dr. Wienand Schruff
WP StB Dr. Peter Wesner

WP RA StB
Prof. Dr. Harald Wiedmann
Sprecher
WP StB CPA Dipl.-Kfm. MSc
Gottfried Wohlmannstetter
WP StB Dipl.-Kfm.
Hans Zehnder
WP StB Dipl.-Kfm.
Wolfgang Zielke
stellv. Sprecher
Zertifiziert nach
DIN EN ISO 9001

Sitz: Berlin und
Frankfurt am Main
Handelsregister:
Charlottenburg (HRB 1077)
und Frankfurt am Main
(HRB 14345)
Bankverbindung:
Deutsche Bank AG,
Frankfurt a. M., 096 386 800
BLZ 500 700 10
USt.-IdNr.: DE 136 751 547



KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft
Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Mitglied von KPMG International

5 GECONSOLIDEERDE BALANS VAN HET EUROSISTEEM PER 31 DECEMBER 2003

(EUR MILJOEN)

ACTIVA	31 DECEMBER 2003	31 DECEMBER 2002
1 Goud en goudvorderingen	130.344	130.739
2 Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta	175.579	234.486
2.1 Vorderingen op het IMF	29.130	31.305
2.2 Tegoeden bij banken en beleggingen in waardepapieren, externe leningen en overige externe activa	146.449	203.181
3 Vorderingen op ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta	17.415	19.823
4 Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro	6.049	4.190
4.1 Tegoeden bij banken, beleggingen in waardepapieren en leningen	6.049	4.190
4.2 Vorderingen uit hoofde van de kredietfaciliteit ingevolge het ERM-II	0	0
5 Kredietverlening aan kredietinstellingen in het eurogebied uit hoofde van monetaire-beleidstransacties, luidende in euro	298.163	227.654
5.1 Basis-herfinancieringstransacties	253.001	180.000
5.2 Langerlopende herfinancieringstransacties	45.000	45.000
5.3 "Fine-tuning"-transacties met wederinkoop	0	0
5.4 Structurele transacties met wederinkoop	0	0
5.5 Marginale beleningsfaciliteit	134	2.621
5.6 Kredieten uit hoofde van margestortingen	28	33
6 Overige vorderingen op kredietinstellingen in het eurogebied, luidende in euro	729	147
7 Waardepapieren uitgegeven door ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro	54.466	27.828
8 Overheidsschuld, luidende in euro	42.686	44.486
9 Overige activa	109.365	105.808
Totaal activa	834.796	795.161

Als gevolg van afronding kloppen de tellingen niet in alle gevallen.

PASSIVA	31 DECEMBER 2003	31 DECEMBER 2002
1 Bankbiljetten in omloop	436.128	371.866*
2 Verplichtingen aan kredietinstellingen in het eurogebied uit hoofde van monetaire-beleidstransacties, luidende in euro	147.328	133.565
2.1 Rekeningen-courant (met inbegrip van reserveverplichtingen)	147.247	133.495
2.2 Depositofaciliteit	80	70
2.3 Termijndeposito's	0	0
2.4 "Fine-tuning"-transacties met wederinkoop	0	0
2.5 Deposito's uit hoofde van margestortingen	1	0
3 Overige verplichtingen aan kredietinstellingen in het eurogebied, luidende in euro	257	15
4 Uitgegeven schuldbewijzen	1.054	2.029
5 Verplichtingen aan overige ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro	39.865	46.197
5.1 Overheid	34.106	41.123
5.2 Overige verplichtingen	5.759	5.074
6 Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro	10.279	8.813
7 Verplichtingen aan ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta	499	1.125
8 Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta	11.205	18.588
8.1 Deposito's, tegoeden en overige verplichtingen	11.205	18.588
8.2 Verplichtingen uit hoofde van de kredietfaciliteit ingevolge het ERM-II	0	0
9 Tegenwaarde toegewezen bijzondere trekkingsrechten in het IMF	5.761	6.340
10 Overige passiva	54.757	62.470
11 Herwaarderingsrekeningen	67.819	82.615
12 Kapitaal en reserves	59.844	61.538
Totaal passiva	834.796	795.161

* Het cijfer voor "Bankbiljetten in omloop" voor 31 december 2002 omvat €13.338 miljoen aan in omloop zijnde nationale bankbiljetten van de landen van het eurogebied. Op 1 januari 2003 zijn deze nationale bankbiljetten overgeheveld naar de post "Overige passiva"; per 31 december 2003 vertegenwoordigden zij een bedrag van €11.338 miljoen.

BIJLAGEN

BIJLAGEN

DOOR DE EUROPESE CENTRALE BANK VASTGESTELDE RECHTSINSTRUMENTEN

Onderstaand bevindt zich een opsomming van de rechtsinstrumenten die in 2003 en begin 2004 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 wordt verwezen naar de website van de ECB (www.ecb.int).

Nummer	Titel	Publicatieblad
ECB/2003/1	Aanbeveling krachtens artikel 10.6 van de statuten van het Europees Stelsel van centrale banken en van de Europese Centrale Bank voor een beschikking van de Raad inzake een wijziging van artikel 10.2 van de statuten van het Europees Stelsel van centrale banken en van de Europese Centrale Bank	Pb C 29 van 07/02/2003, blz. 6
ECB/2003/2	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 6 februari 2003 inzake bepaalde statistische rapportagevereisten van de Europese Centrale Bank en de rapportageprocedures voor statistische informatie van de nationale centrale banken met betrekking tot monetaire en bancaire statistieken	Pb L 241 van 26/09/2003, blz. 1
ECB/2003/3	Aanbeveling van de Europese Centrale Bank van 6 maart 2003 aan de Raad van de Europese Unie met betrekking tot de externe accountants van de Deutsche Bundesbank	Pb C 75 van 27/03/2003, blz. 11
ECB/2003/4	Besluit van de Europese Centrale Bank van 20 maart 2003 betreffende de denominaties, specificaties, reproductie, vervanging en het uit circulatie nemen van eurobankbiljetten	Pb L 78 van 25/03/2003, blz. 16
ECB/2003/5	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 20 maart 2003 betreffende de tenuitvoerlegging van maatregelen tegen niet-conforme reproducties van eurobankbiljetten en betreffende de vervanging en het uit circulatie nemen van eurobankbiljetten	Pb L 78 van 25/03/2003, blz. 20
ECB/2003/6	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 4 april 2003 tot wijziging van Richtsnoer ECB/2001/3 betreffende een geautomatiseerd trans-Europees "Real-time" brutovereenigingssysteem (TARGET), zoals gewijzigd op 27 februari 2002	Pb L 113 van 07/05/2003, blz. 10
ECB/2003/7	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 2 mei 2003 betreffende de statistische rapportagevereisten van de Europese Centrale Bank met betrekking tot betalingsbalansstatistieken en statistieken betreffende de internationale investeringspositie en het template van de internationale reserves	Pb L 131 van 28/05/2003, blz. 20

Nummer	Titel	Publicatieblad
ECB/2003/8	Aanbeveling van de Europese Centrale Bank van 2 mei 2003 betreffende de statistische rapportagevereisten van de Europese Centrale Bank met betrekking tot betalingsbalansstatistieken en statistieken betreffende de internationale investeringspositie en het template van de internationale reserves	Pb C 126 van 28/05/2003, blz. 7
ECB/2003/9	Verordening van de Europese Centrale Bank van 12 september 2003 inzake de toepassing van reserveverplichtingen	Pb L 250 van 02/10/2003, blz. 10
ECB/2003/10	Verordening van de Europese Centrale Bank van 18 september 2003 houdende wijziging van Verordening ECB/2001/13 met betrekking tot de geconsolideerde balans van de sector monetaire financiële instellingen	Pb L 250 van 02/10/2003, blz. 17
ECB/2003/11	Aanbeveling van de Europese Centrale Bank van 3 oktober 2003 aan de Raad van de Europese Unie betreffende de externe accountant van de Banque centrale du Luxembourg	Pb C 247 van 15/10/2003, blz. 16
ECB/2003/12	Richtlijn van de Europese Centrale Bank van 23 oktober 2003 voor transacties van deelnemende lidstaten met hun werkaldi in buitenlandse valuta's ingevolge artikel 31.3 van de Statuten van het Europees Stelsel van Centrale Banken en van de Europese Centrale Bank	Pb L 283 van 31/10/2003, blz. 81
ECB/2003/13	Beschikking van de Europese Centrale Bank van 23 oktober 2003 tot wijziging van Beschikking ECB/2002/12 van 19 december 2002 inzake de goedkeuring met betrekking tot de omvang van de muntenuitgifte in 2003	Pb L 283 van 31/10/2003, blz. 87
ECB/2003/14	Besluit van de Europese Centrale Bank van 7 november 2003 betreffende het beheer van de opgenomen en verstrekte leningen van de Europese Gemeenschap uit hoofde van het mechanisme voor financiële ondersteuning op middellange termijn	Pb L 297 van 15/11/2003, blz. 35
ECB/2003/15	Beschikking van de Europese Centrale Bank van 28 november 2003 inzake de goedkeuring met betrekking tot de omvang van de muntenuitgifte in 2004	Pb L 324 van 11/12/2003, blz. 57
ECB/2003/16	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 1 december 2003 tot wijziging van Richtsnoer ECB/2000/7 betreffende monetaire-beleidsinstrumenten en -procedures van het Euro-systeem	Pb L 69 van 8/03/2004, blz. 1
ECB/2003/17	Besluit van de Europese Centrale Bank van 18 december 2003 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 9 van 15/01/2004, blz. 27

Nummer	Titel	Publicatieblad
ECB/2003/18	Besluit van de Europese Centrale Bank van 18 december 2003 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 9 van 15/01/2004, blz. 29
ECB/2003/19	Besluit van de Europese Centrale Bank van 18 december 2003 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 9 van 15/01/2004, blz. 31
ECB/2003/20	Besluit van de Europese Centrale Bank van 18 december 2003 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 9 van 15/01/2004, blz. 32
ECB/2003/21	Besluit van de Europese Centrale Bank van 18 december 2003 houdende noodzakelijke maatregelen voor de bijdrage tot de reserves en voorzieningen van de Europese Centrale Bank en voor de aanpassing van de vorderingen van de nationale centrale banken ter grootte van de overgedragen externe reserves	Pb L 9 van 15/01/2004, blz. 36
ECB/2003/22	Besluit van de Europese Centrale Bank van 18 december 2003 houdende een wijziging van artikel 1, onder f, van Besluit ECB/2001/16 inzake de toedeling van monetaire inkomsten van de nationale centrale banken van de deelnemende lidstaten met ingang van het boekjaar 2002	Pb L 9 van 15/01/2004, blz. 39
ECB/2003/23	Besluit van de Europese Centrale Bank van 18 december 2003 houdende wijziging van Besluit ECB/2001/15 betreffende de uitgifte van eurobankbiljetten	Pb L 9 van 15/01/2004, blz. 40
ECB/2004/1	Richtlijn van de Europese Centrale Bank van 13 februari 2004 houdende wijziging van Richtlijn ECB/2003/2 inzake bepaalde statistische rapportagevereisten van de Europese Centrale Bank en de rapportageprocedures voor statistische informatie van de nationale centrale banken met betrekking tot monetaire en bancaire statistieken	Pb L 83 van 20/03/2004
ECB/2004/2	Besluit van de Europese Centrale Bank van 19 februari 2004 houdende goedkeuring van het reglement van orde van de Europese Centrale Bank	Pb L 80 van 18/03/2004, blz. 33

DOOR DE EUROPESE CENTRALE BANK UITGEBRACHTE ADVIEZEN

Onderstaand bevindt zich een opsomming van de adviezen die in 2003 en begin 2004 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 Verdrag en artikel 11.2 van de Statuten van het

ESCB evenals artikel 48 van het Verdrag betreffende de Europese Unie. Voor een opsomming van alle adviezen die de ECB sedert haar oprichting heeft uitgebracht wordt verwezen naar de website van de ECB.

(a) Adviezen van de ECB naar aanleiding van een raadpleging door een lidstaat¹

Nummer ²	Initiatiefnemer	Onderwerp
CON/2003/1	Nederland	Wijziging van de rapportagevoorschriften betalingsbalans-rapportages
CON/2003/2	Denemarken	Vervanging van de Wet Financiële Activiteiten, de Hypotheekwet en de wet inzake Hypotheekobligaties
CON/2003/3	Zweden	Wijzigingen van de Wet op Sveriges Riksbank en de Riksdag Wet
CON/2003/4	Griekenland	Wijziging van de statuten van the Bank of Greece
CON/2003/7	België	Koninklijk Besluit betreffende de buitenbeursmarkt van lineaire obligaties, gesplitste effecten en schatkistcertificaten
CON/2003/8	Oostenrijk	Deviezenwet 2003 en wijziging van de Wet betreffende Grensoverschrijdende Overboekingen
CON/2003/10	Zweden	Wijziging van bank- en financiële wetgeving
CON/2003/11	Oostenrijk	Financiële zekerheidsovereenkomsten in financiële markten, ter uitvoering van Richtlijn 2002/47/EG
CON/2003/14	Italië	Betalingsystemen, betalingsinfrastructuur en betalingsinstrumenten
CON/2003/15	Zweden	Wijziging van de Wet op Sveriges Riksbank
CON/2003/17	Oostenrijk	Bank voor hypotheekobligaties van regionale overheidsbanken en wijziging van andere wetten
CON/2003/19	België	Prudentieel toezicht op de financiële sector en financiële diensten
CON/2003/22	Finland	Wijziging van de Wet op Suomen Pankki en andere wetten

1 De door de ECB op verzoek van de nationale overheden uitgebrachte adviezen worden als regel zes maanden na vaststelling gepubliceerd op de website van de ECB; beleidsrelevante adviezen worden onmiddellijk gepubliceerd.

2 De raadplegingen worden genummerd in de volgorde waarin de Raad van Bestuur van de ECB ze heeft vastgesteld.

Nummer²	Initiatiefnemer	Onderwerp
CON/2003/23	Nederland	Fusie van De Nederlandsche Bank en de Stichting Pensioen- & Verzekeringskamer
CON/2003/24	Ierland	Wetsontwerp (Nr. 2) 2003 inzake Central Bank and Financial Services Authority van Ierland
CON/2003/25	België	Wijziging van de Wet ter voorkoming van misbruik van het financiële stelsel voor het witwassen van geld en andere wetten
CON/2003/27	Oostenrijk	De Nationale Stichting voor Onderzoek, Technologie en Ontwikkeling
CON/2003/28	Spanje	Wijziging van de Wet op de autonomie van de Banco de España
CON/2003/29	Portugal	Wijziging van de Organische wet op de Banco de Portugal
CON/2004/1	Finland	Wijziging van de Wet op Suomen Pankki en andere wetten
CON/2004/2	Zweden	Vervanging van de reglementen van Sveriges Riksbank en algemeen advies inzake rapportage door MFI's van monetaire en bancaire statistieken
CON/2004/3	Luxemburg	Vaststelling van een specifiek juridisch kader voor securitisatietransacties
CON/2004/5	Oostenrijk	Wet op financiële conglomeraten, ter uitvoering van Richtlijn 2002/87/EG
CON/2004/6	Frankrijk	Goedkeuring van een bestaande staatsgarantie voor de Banque de France

(b) Adviezen van de ECB na raadpleging door een Europese instelling³

Nummer⁴	Initiatiefnemer	Onderwerp	Publicatieblad
CON/2003/5	Raad van de EU	Statistische gegevens die moeten worden gebruikt voor de aanpassing van de verdeelsleutel voor de inschrijving op het kapitaal van de Europese Centrale Bank	Pb C 102 van 29/04/2003, blz. 11
CON/2003/6	Raad van de EU	Aanbeveling inzake de benoeming van een lid van de Directie van de ECB	Pb C 105 van 01/05/2003, blz. 37
CON/2003/9	Raad van de EU	Beleggingsdiensten en gereglementeerde markten	Pb C 144 van 20/06/2003, blz. 6
CON/2003/12	Raad van de EU	Financiële kwartaalrekeningen voor de overheid	Pb C 165 van 16/07/2003, blz. 6
CON/2003/13	Raad van de EU	Aanbeveling inzake de benoeming van de President van de ECB	Pb C 187 van 07/08/2003, blz. 16
CON/2003/16	Raad van de EU	Analyse en samenwerking betreffende valse euromunten	Pb C 202 van 27/08/2003, blz. 31
CON/2003/18	Raad van de EU	Aanbeveling inzake wijzigingen die moeten worden aangebracht in de Monetaire Overeenkomst tussen de Italiaanse Republiek, namens de Europese Gemeenschap, en Vaticaanstad en namens deze de Heilige Stoel	Pb C 212 van 06/09/2003, blz. 10
CON/2003/20	Raad van de EU	Ontwerp-Verdrag tot vaststelling van een grondwet voor Europa	Pb C 229 van 25/09/2003, blz. 7
CON/2003/21	Raad van de EU	Transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereglementeerde markt zijn toegelaten	Pb C 242 van 09/10/2003, blz. 6
CON/2003/26	Raad van de EU	Communautaire statistiek inzake de betalingsbalans, de internationale handel in diensten en buitenlandse directe investeringen	Pb C 296 van 06/12/2003, blz. 5
CON/2004/4	Raad van de EU	De opstelling van niet-financiële kwartaalrekeningen per institutionele sector	Pb C 42 van 18/02/2004, blz. 23
CON/2004/7	Raad van de EU	Oprichting van een nieuw comité organisatorische structuur financiële dienstverlening	Pb C 58 van 06/03/2004, blz. 23

³ Gepubliceerd op de website van de ECB.

⁴ De raadplegingen worden genummerd in de volgorde van vaststelling door de Raad van Bestuur van de ECB.

PUBLICATIES VAN DE EUROPESE CENTRALE BANK SINDS JANUARI 2003

De volgende lijst bevat een selectie uit de door de Europese Centrale Bank sinds januari 2003 gepubliceerde documenten. Voor wat betreft Working Papers bevat de lijst slechts die welke in de periode december 2003- februari 2004 gepubliceerd zijn. De publicaties zijn gratis verkrijgbaar bij de Afdeling Pers en Informatie. Lezers wordt verzocht schriftelijke verzoeken daartoe te richten aan het postadres op de achterzijde van het titelblad.

Een volledige lijst publicaties van de Europese Centrale Bank en het Europees Monetaire Instituut is te vinden op de website van de ECB.

JAARVERSLAG

“Jaarverslag 2002”, april 2003.

“Jaarverslag 2003”, april 2004.

ARTIKELN IN HET MAANDBERICHT

“De vraag naar chartaal geld in het eurogebied en de invloed van de overgang op de chartale euro”, januari 2003.

“CLS – doel, opzet en gevolgen”, januari 2003.

“De verhouding tussen het monetaire beleid en het begrotingsbeleid in het eurogebied”, februari 2003.

“Wisselkoersstelsels voor de opkomende markteconomieën”, februari 2003.

“Uitgebreide hervormingen noodzakelijk om aan vergrijzing het hoofd te bieden”, april 2003.

“Ontwikkelingen in de algemene economische statistieken voor het eurogebied”, april 2003.

“Een enquête naar kredietverlening door banken in het eurogebied”, april 2003.

“Recente tendensen in de huizenprijzen binnen het eurogebied”, mei 2003.

“Elektronificering van betalingen in Europa”, mei 2003.

“De aanpassing van de stemprocedure in de Raad van bestuur”, mei 2003.

“De uitkomsten van de door de ECB uitgevoerde evaluatie van haar monetaire-beleidstrategie”, juni 2003.

“De tendensen binnen de bruto investeringen in vaste activa in het eurogebied”, juli 2003.

“Eerste ervaringen met het drukken en uitgeven van eurobankbiljetten”, juli 2003.

“Wijzigingen in het operationele kader voor het monetaire beleid van het Eurosysteem”, augustus 2003.

“Recente ontwikkelingen binnen het bankwezen in het eurogebied”, augustus 2003.

“Ontwikkeling van het internationale concurrentievermogen van het eurogebied in termen van kosten en prijzen”, augustus 2003.

“Recente ontwikkelingen binnen de financiële structuur in het eurogebied”, oktober 2003.

“De integratie van de financiële markten in Europa”, oktober 2003.

“De ontwikkelingen van de schuldfinanciering van de particuliere sector in het eurogebied”, november 2003.

“Crisisafwikkeling in opkomende markteconomieën – uitdagingen voor de internationale gemeenschap”, november 2003.

“De internationale rol van de euro: de belangrijkste ontwikkelingen sinds de aanvang van de derde fase van de Economische en Monetaire Unie”, november 2003.

“De EMU en de tenuitvoerlegging van begrotingsbeleid”, januari 2004.

“Enquêtes met betrekking tot de bedrijvigheid, de prijzen en de arbeidsmarktontwikkelingen in het eurogebied: kenmerken en toepassingen”, januari 2004.

“De winstontwikkeling in het eurogebied: meting en analyse”, januari 2004.

- ”De economieën van de toetredingslanden op de drempel van de Europese Unie”, februari 2004.
 “Ontwikkelingen in de financiële balans van de particuliere sector in het eurogebied en de Verenigde Staten”, februari 2004.
 “De invloed van fair value accounting op het Europese bankwezen – vanuit het oogpunt van financiële stabiliteit”, februari 2004.

OCCASIONAL PAPER SERIES

- 8 “An introduction to the ECB’s survey of professional forecasters“ door J. A. Garcia, september 2003.
 9 “Fiscal adjustment in 1991-2002: stylised facts and policy implications” door M.G. Briotti, februari 2004.
 10 “The acceding countries’ strategies towards ERM-II and the adoption of the euro: an analytical review” door een groep medewerkers onder leiding van P. Backé en C. Thimann, o.a. bestaande uit O. Arratibel, O. Calvo-Gonzalez, A. Mehl en C. Nerlich, februari 2004.
 11 “Official dollarisation/eurodisation: motives, features and policy implications of current cases” door A. Winkler, F. Mazzaferro, C. Nerlich en C. Thimann, februari 2004.

WORKING PAPER SERIES

- 294 “Does the yield spread predict recessions in the euro area?” door F. Moneta, december 2003.
 295 “Optimal allotment policy in the eurosystem’s main refinancing operations” door C. Ewerhart, N. Cassola, S. Ejerskov en N. Valla, december 2003.
 296 “Monetary policy analysis in a small open economy using bayesian cointegrated structural VARs” door M. Villani en A. Warne, december 2003.
 297 “Measurement of contagion in banks’ equity prices” door R. Gropp en G. Moerman, december 2003.
 298 “The lender of last resort: a 21st century approach” door X. Freixas, B. M. Parigi en J.-C. Rochet, december 2003.
 299 “Import prices and pricing-to-market effects in the euro area” door T. Warmedinger, januari 2004.
 300 “Developing statistical indicators of the integration of the euro area banking system”, door M. Manna, januari 2004.
 301 “Inflation and relative price asymmetry” door A. Rátfai, januari 2004.
 302 “Deposit insurance, moral hazard and market monitoring” door R. Gropp en J. Vesala, februari 2004.
 303 “Fiscal policy events and interest rate swap spreads: evidence from the EU” door A. Alfonso en R. Strauch, februari 2004.
 304 “Equilibrium unemployment, job flows and inflation dynamics” door A Trigari, februari 2004.
 305 “A structural common factor approach to core inflation estimation and forecasting” door C. Morana, februari 2004.
 306 “A markup model of inflation for the euro area” door C. Bourdler en E. S. Jansen, februari 2004.
 307 “Budgetary forecasts in Europe – the track record of stability and convergence programmes” door R. Strauch, M. Hallerberg en J. von Hagen, februari 2004.
 308 “International risk-sharing and the transmission of productivity shocks” door G. Corsetti, L. Dedola en S. Leduc, februari 2004.

- 309 “Monetary policy shocks in the euro area and global liquidity spillovers”
door J. Sousa en A. Zaghini, februari 2004.
- 310 “International equity flows and returns: a quantitative equilibrium approach”
door R. Albuquerque, G. H. Bauer en M. Schneider, februari 2004.
- 311 “Current account dynamics in OECD and EU acceding countries – an intertemporal
approach” door M. Bussière, M. Fratzscher en G. J. Müller, februari 2004.
- 312 “Similarities and convergence in G-7 cycles” door F. Canova, M. Ciccarelli en E. Ortega,
februari 2004.
- 313 “The high-yield segment of the corporate bond market: a diffusion modelling approach
for the United States, the United Kingdom and the euro area” door G. de Bondt en
D. Marqués, februari 2004.

OVERIGE PUBLICATIES

- “EU banking sector stability”, februari 2003.
- “List of Monetary Financial Institutions and institutions subject to minimum reserves”,
februari 2003.
- “Review of the foreign exchange market structure”, maart 2003.
- “Structural factors in the EU housing markets”, maart 2003.
- “List of Monetary Financial Institutions in the accession countries”, maart 2003.
- “Memorandum of Understanding of the exchange of information among credit registers for the
benefit of reporting institutions”, maart 2003.
- “Memorandum of Understanding on Economic and Financial Statistics between the Directorate
General Statistics of the European Central Bank and the Statistical Office of the European
Communities (Eurostat).
Annex 1: Share of responsibilities in the field of balance of payments and international
investment position statistics”, maart 2003.
- “TARGET Annual Report 2002”, april 2003.
- “Supplementary guidance notes concerning statistics on the holders of money market fund
shares/units”, april 2003.
- “Money, banking and financial market statistics in the accession countries. Methodological
Manual. Vol. 1: The current definition and structure of money and banking statistics in the
accession countries”, mei 2003.
- “Money, banking and financial market statistics in the accession countries. Methodological
Manual. Vol. 2: Statistics on other financial intermediaries, financial markets and interest rates
in the accession countries”, mei 2003.
- “Accession countries: balance of payments/international investment position statistical methods”,
mei 2003.
- “Electronic money system security objectives according to the common criteria methodology”,
mei 2003.
- “The transformation of the European financial system, Second ECB Central Banking Conference,
Oktober 2002, Frankfurt am Main”, juni 2003.
- “Letter from the ECB President to the President of the Convention regarding the draft
Constitutional Treaty”, juni 2003.
- “Developments in national supervisory structures”, juni 2003.
- “Standaarden in het kader van het toezicht op betalingssystemen voor retailbetalingen in euro”,
juni 2003.
- “Naar een gemeenschappelijk eurobetalingengebied – Voortgangsrapport”, juni 2003.

“Wijzigingen in het risicobeheersingskader voor beleenbare activa op lijst 1 en lijst 2”, juli 2003.

“ECB Statistics: A brief overview”, augustus 2003.

“Portfolio investment income: Task force report”, augustus 2003.

“The New Basel Capital Accord”, augustus 2003.

“Payment and securities settlement systems in the European Union: Addendum incorporating 2001 figures”, september 2003.

“Letter from the ECB President to the President of the Council of the European Union regarding the Opinion of the ECB of 19 September 2003 at the request of the Council of the European Union on the draft Treaty establishing a Constitution for Europe (CON/2003/20)”, 22 september 2003.

“Inflation differentials in the euro area: potential causes and policy implications”, september 2003.

“Correspondent central banking Model (CCBM): procedure for Eurosystem counterparties”, september 2003.

“Bond markets and long-term interest rates in European Union accession countries”, oktober 2003.

“Manual on MFI interest rate statistics – Regulation ECB 2001/18”, oktober 2003.

“European Union balance of payments/international investment position statistical methods“, november 2003.

“Money market study 2002”, november 2003.

“Background studies for the ECB’s evaluation of its monetary policy strategy”, november 2003.

“Structural analysis of the EU banking sector, Year 2002”, november 2003.

“TARGET: the Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system – update 2003”, november 2003.

“TARGET2: the payment system of the Eurosystem”, november 2003.

“Seasonal adjustment”, november 2003.

“Comments of the ECB on the third consultative document of the European Commission on regulatory capital review”, november 2003.

“EU banking sector stability”, november 2003.

“Review of the international role of the euro”, december 2003.

“Policy position of the Governing Council of the European Central Bank on exchange rate issues relating to the acceding countries”, december 2003.

“Assessment of accession countries’ securities settlement systems against the standards for the use of EU securities settlement systems in Eurosystem credit operations”, januari 2004.

“The monetary policy of the ECB”, januari 2004.

“De uitvoering van het monetaire beleid in het eurogebied: Algemene documentatie inzake de monetaire-beleidsinstrumenten en -procedures van het Eurosysteem”, maart 2004.

“Guidance notes on the MFI balance sheet statistics relating to EU enlargement as laid down in Regulation ECB/2003/10”, februari 2004.

“Comments on the communication from the Commission to the Council and the European Parliament concerning a new legal framework for payments in the internal market (consultative document)”, februari 2004.

BROCHURES

“Information guide for credit institutions using TARGET”, juli 2003.

OVERZICHT VAN DE MONETAIRE- BELEIDSMATREGELEN VAN HET EUROSISTEEM¹

9 JANUARI 2003

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%.

23 JANUARI 2003

De Raad van Bestuur van de ECB besluit tot de invoering van twee maatregelen ter verbetering van het operationele kader voor het monetaire beleid.

Ten eerste wordt de kalender voor de reserve-aanhoudingsperiode gewijzigd, zodat deze steeds aanvangt op de vereveningsdag van de basis-herfinancieringstransactie die volgt op de vergadering waarin de Raad van Bestuur maandelijks de monetaire-beleidskoers beoordeelt. Bovendien worden wijzigingen van de permanente faciliteit van kracht op de dag van aanvang van de nieuwe reserve-aanhoudingsperiode.

Ten tweede wordt de looptijd van de basis-herfinancieringstransacties verkort van twee weken tot één week.

Deze maatregelen worden in de loop van het eerste kwartaal van 2004 van kracht.

Aansluitend op het persbericht van 10 juli 2002 besluit de Raad van Bestuur eveneens het toewijzingsbedrag voor de in 2003 af te sluiten langerlopende herfinancieringstransacties te handhaven op € 15 miljard per transactie. In dit bedrag is rekening gehouden met de in 2003 verwachte liquiditeitsbehoefte van het bankwezen in het eurogebied en met de wens van het Eurosysteem om door middel van basis-herfinancieringstransacties in het grootste deel van de liquiditeitsverschaffing te blijven voorzien.

6 FEBRUARI 2003

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 deposito-faciliteit onveranderd te laten op respectievelijk 2,75%, 3,75% en 1,75%.

6 MAART 2003

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties met ingang van de op 12 maart 2003 te verrichten transactie met 0,25 procentpunt te verlagen tot 2,50%. De Raad besluit eveneens de rente op zowel de marginale beleningsfaciliteit als de depositofaciliteit met ingang van 7 maart 2003 met 0,25 procentpunt te verlagen tot respectievelijk 3,50% en 1,50%.

3 APRIL 2003

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%.

8 MEI 2003

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%.

De Raad van Bestuur maakt tevens de uitkomst bekend van zijn evaluatie van de monetaire-

¹ Voor een overzicht van de monetaire-beleidsmaatregelen van het Eurosysteem van 1999 tot en met 2002 wordt verwezen naar bladzijden 179-183 van het ECB Jaarverslag 1999 respectievelijk bladzijden 224-227 van het ECB Jaarverslag 2000, bladzijden 233-234 van het ECB Jaarverslag 2001 en bladzijden 248-249 van het ECB Jaarverslag 2002.

beleidsstrategie van de ECB. Deze strategie, die op 13 oktober 1998 werd bekendgemaakt, kent drie hoofdelementen: een kwantitatieve definitie van prijsstabiliteit, een vooraanstaande rol van de geldhoeveelheid bij de beoordeling van risico's voor prijsstabiliteit en een breed gefundeerde beoordeling van de vooruitzichten voor het prijsbeloop.

De Raad van Bestuur bevestigt de definitie van prijsstabiliteit zoals die in oktober 1998 is geformuleerd: "Prijsstabiliteit wordt gedefinieerd als een jaarlijkse stijging van de Geharmoniseerde Consumptieprijsindex (HICP) voor het eurogebied met minder dan 2%. Prijsstabiliteit moet op de middellange termijn worden gehandhaafd." Tegelijkertijd is de Raad van Bestuur overeengekomen zich bij het streven naar prijsstabiliteit te richten op handhaving van de inflatie dicht bij 2% op de middellange termijn.

De Raad van Bestuur bevestigt dat de monetaire-beleidsbesluiten gestoeld zullen blijven op een uitgebreide analyse van de risico's voor prijsstabiliteit. Tegelijkertijd besluit de Raad van Bestuur in zijn communicaties uitleg te geven over de rol die zowel door de economische analyse als door de monetaire analyse wordt vervuld bij de totstandkoming van de algehele beoordeling van de Raad ten aanzien van de risico's voor prijsstabiliteit.

Om het langere-termijnkarakter van de referentiewaarde voor de geldgroei als maatstaf voor de beoordeling van de monetaire ontwikkelingen te benadrukken heeft de Raad van Bestuur tevens besloten geen jaarlijkse herbeoordeling van de referentiewaarde meer uit te voeren. De Raad zal echter de onderliggende omstandigheden en aannames wel blijven beoordelen.

5 JUNI 2003

De Raad van Bestuur besluit de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties met ingang van de op 9 juni 2003 te verrichten transactie met 0,50 procentpunt te verlagen tot 2,0%. De Raad besluit

tevens de rente op zowel de marginale belevingsfaciliteit als de depositofaciliteit met ingang van 6 juni 2003 met 0,50 procentpunt te verlagen tot respectievelijk 3,0% en 1,0%.

10 JULI, 31 JULI, 4 SEPTEMBER, 2 OKTOBER, 6 NOVEMBER, 4 DECEMBER 2003 EN 8 JANUARI 2004

De Raad van Bestuur besluit de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties, de rente op de marginale belevingsfaciliteit en de rente op de depositofaciliteit onveranderd te laten op respectievelijk 2,0%, 3,0% en 1,0%.

12 JANUARI 2004

De Raad van Bestuur besluit het toewijzingsbedrag voor de in 2004 af te sluiten langerlopende herfinancieringstransacties te verhogen van € 15 miljard naar € 25 miljard per transactie. In dit bedrag is rekening gehouden met de in 2004 verwachte grotere liquiditeitsbehoefte van het bankwezen in het eurogebied. Het Eurosysteem zal echter door middel van basis-herfinancieringstransacties in het grootste deel van de liquiditeitsverschaffing blijven voorzien. De Raad van Bestuur kan begin 2005 besluiten het toewijzingsbedrag opnieuw aan te passen.

5 FEBRUARI, 4 MAART 2004

De Raad van Bestuur besluit de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties, de rente op de marginale belevingsfaciliteit en de rente op de depositofaciliteit onveranderd te laten op respectievelijk 2,0%, 3,0% en 1,0%.

LIJST VAN TERMEN

Aandelen: vertegenwoordigen de eigendom van een deelbewijs in een vennootschap. 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 deelbewijzen in de eigendom van een bedrijf worden uitgegeven en verhandeld. Een belangrijk verschil tussen aandelen en schuld is dat aandelen niet door de emittent moeten worden terugbetaald.

Aanhoudingsperiode: periode waarover de nakoming van de **reserveverplichtingen** door **kredietinstellingen** wordt berekend. Besloten werd dat de aanhoudingsperiode vanaf 10 maart 2004 zou beginnen 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 **ECB** een kalender van de reserve-aanhoudingsperiodes.

Acquis communautaire: het geheel van communautaire wetgeving die door alle EU-lidstaten dient te worden nageleefd. De toetredende landen moeten het bestaande *acquis communautaire* hebben ingevoerd op het ogenblik van de toetreding.

Activatoewijzing: het verdelen van investeringsmiddelen over verschillende categorieën van activa om doelstellingen te bereiken zoals het optimaliseren van de risico/rendementsverhouding van de portefeuille.

Algemene overheid: bestaat uit de centrale overheid, de deelstaatoverheid en de lagere overheid en de sociale-verzekeringinstellingen, zoals gedefinieerd in het **Europees Stelsel van Rekeningen 1995 (ESR 1995)**. Entiteiten in overheidshanden die commerciële transacties uitvoeren, zoals overheidsbedrijven, worden in principe niet tot de algemene overheid gerekend.

Algemene Raad: een van de bestuursorganen van de **ECB**. De Algemene Raad bestaat uit de President en de Vice-President van de ECB en de Presidenten van alle vijftien nationale centrale banken (NCB's) van de EU-landen.

Bancaire retailrentetarieven: zie **MFI-rentetarieven**.

Basis-herfinancieringstransactie: een wekelijkse **open-markttransactie**, uitgevoerd door het **Eurostelsel**. In 2003 besliste de **Raad van Bestuur** dat de looptijd van deze transacties vanaf 9 maart 2004 zou worden teruggebracht van twee weken tot een week. De transacties worden uitgevoerd als variabele-rentetenders met een vooraf aangekondigde **minimale inschrijvingsrente**.

Bazelse kapitaalakkoord: een regelgevend kader dat aan de banken minimale kapitaalvereisten oplegt om hun risico's te kunnen dekken. Dit kader werd in 1988 goedgekeurd door het Bazelse Comité van Toezichthouders, waarin de centrale banken en andere banktoezichthouders van de G10-landen, Spanje en Luxemburg vertegenwoordigd zijn. Het akkoord groeide uit tot een wereldwijde standaard en wordt momenteel bijgewerkt om het aan te passen aan de ontwikkelingen die zich sinds de invoering van het akkoord in de financiële sector hebben voorgedaan ("Nieuwe Bazelse Kapitaalakkoord" of "Bazel II").

Beheer en controle (corporate governance): procedures en processen waarmee een organisatie wordt bestuurd en gecontroleerd. De beheer- en controlestructuur bepaalt hoe de rechten en ver-

antwoordelijkheden 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. Zodoende omschrijft ze eveneens het kader waarbinnen de operationele doelstellingen van de organisatie worden bepaald en specificeert ze de middelen om deze doelstellingen te bereiken en de prestaties te beoordelen.

Belangrijkste ECB-rentetarieven: de door de **Raad van Bestuur** vastgestelde rentetarieven, die de monetaire-beleidskoers van de **ECB** weerspiegelen. Het betreft de **minimale inschrijvingsrente** voor de **basis-herfinancieringstransacties**, de rente op de **marginale beleningsfaciliteit** en de rente op de **depositofaciliteit**.

Benchmark-portefeuille: 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 benchmark-portefeuille kan dienst doen als vergelijkingsbasis voor de performance van de eigenlijke portefeuille.

Betalingsbalans: een statistisch overzicht waarin verslag wordt uitgebracht van de economische 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). De in de betalingsbalans van het **eurogebied** gehanteerde begrippen en definities komen over het algemeen overeen met de 5de editie van de Balance of Payments Manual van het IMF, het desbetreffende Richtsnoer ECB/2003/7 van 2 mei 2003 en de documentatie van **Eurostat**.

Centraal Effectendepositosysteem (CEDS): 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 vereveningsfuncties uitoefenen.

Centrale overheid: de overheid zoals ze in het **Europees Systeem van Rekeningen 1995 (ESR 1995)** wordt gedefinieerd, maar met uitzondering van de deelstaatoverheid en de lagere overheid (zie ook **algemene overheid**). Ze omvat alle bestuursinstellingen van de (centrale) staat en andere centrale instellingen waarvan de bevoegdheid zich gewoonlijk over het gehele economische gebied uitstrekt, met uitzondering van de wettelijke sociale-verzekeringsinstellingen.

Centrale tegenpartij: een entiteit die optreedt als koper voor iedere verkoper en als verkoper voor iedere koper van een specifieke reeks contracten.

Comité voor economische politiek: een communautair overlegorgaan dat bijdraagt tot de voorbereiding van de werkzaamheden van de **EU-Raad**. Het werkt nauw samen met het **Economisch en Financieel Comité (EFC)** en richt zich voornamelijk op het structureel beleid ter bevordering van het groeipotentieel en de werkgelegenheid in de Gemeenschap. Het Comité, waarin wordt voorzien door artikel 272 van het **Verdrag**, werd in 1974 opgericht door een Besluit van de Raad. Elke lidstaat stelt twee leden van het Comité aan, net als de **Europese Commissie** en de **ECB**.

Committee of European Securities Regulators (CESR): dit Comité, dat in juni 2001 door de **Europese Commissie** werd opgericht ingevolge de aanbeveling uit het Verslag van het Comité van Wij-

zen voor de Regulering van de Europese Effectenmarkten, is samengesteld uit vertegenwoordigers van de nationale toezichthouders voor de effectenmarkten. Als Niveau 3-instelling van de herziene Europese benadering inzake regelgeving, adviseert het de Europese Commissie over aangelegenheden met betrekking tot het beleid inzake effectenmarkten en draagt het bij tot een meer consistente tenuitvoerlegging van de communautaire wetgeving in de lidstaten. Het verbetert eveneens de coördinatie tussen de Europese effectentoezichthouders.

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 **belangrijkste ECB-rentetarieven**).

Deviezenswap: gelijktijdige contant- en termijntransacties, waarbij een valuta tegen een andere valuta wordt verhandeld. Het **Eurosysteem** kan **open-markttransacties** uitvoeren in de vorm van deviezenswaps, waarbij door de NCB's (of de **ECB**) contante aankopen (of verkopen) van **euro's** tegen een vreemde valuta worden verricht onder gelijktijdige verkoop (of aankoop) op termijn.

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 stemrechten). De directe-investeringsrekening registreert nettoaankopen van activa in het buitenland door ingezetenen van het **eurogebied** (als "directe investeringen in het buitenland") en nettoaankopen van activa in het eurogebied door niet-ingezetenen (als "directe investeringen in het eurogebied"). Directe investeringen omvatten kapitaaldeelnames, herinvesteringen van winsten en ander kapitaal in verband met transacties tussen bedrijven onderling.

Directie: een van de besluitvormende organen van de **ECB**. De Directie bestaat uit de President en de Vice-President van de ECB en vier overige leden die in onderlinge overeenstemming worden benoemd door de staatshoofden en regeringsleiders van de landen die op de **euro** zijn overgegaan.

ECOFIN-Raad: zie **EU-Raad**.

Economisch en Financieel Comité (EFC): een communautair overlegorgaan dat meewerkt aan de voorbereiding van de werkzaamheden van de **EU-Raad**. Het werd opgericht bij de aanvang van de derde fase van de **Economische en Monetaire Unie (EMU)**. De lidstaten, de **Europese Commissie** en de **Europese Centrale Bank (ECB)** benoemen ieder ten hoogste twee leden van het Comité. Artikel 114, lid 2, van het **Verdrag** geeft een overzicht van de taken van het EFC, waaronder 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 **ECB-kader** voor een uitgebreide analyse van de risico's voor de **prijsstabiliteit**, 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 de daaruit voortvloeiende korte- tot middellange-termijnrisico's voor de prijsstabiliteit vanuit het perspectief van de wisselwerking tussen vraag en aanbod in de goederen-, diensten- en factormarkten tot die tijdshorizons. In dit opzicht wordt gepaste aandacht 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 korte- tot middellange-termijnvooruitzichten voor hun doorwerken in de economie (zie ook **monetaire analyse**).

Economische en Monetaire Unie (EMU): het **Verdrag** beschrijft het proces dat in drie fasen moet leiden tot de EMU in de Europese Unie (EU). De eerste fase van de EMU begon in juli 1990 en eindigde op 31 december 1993; ze werd hoofdzakelijk gekenmerkt door de ontmanteling van alle interne belemmeringen van de vrijheid van kapitaalverkeer binnen de EU. De tweede fase van de EMU begon op 1 januari 1994 en voorzag onder meer in de oprichting van het **Europees Monetair Instituut (EMI)**, in een verbod op monetaire financiering van de overheidssector en op diens bevoorrechte toegang tot de financiële instellingen, en in de vermindering van buitensporige overheidstekorten. De derde fase is van start gegaan op 1 januari 1999 met de overdracht van de monetaire bevoegdheden aan de **ECB** en de invoering van de **euro**. De vorming van de EMU werd voltooid met de overgang naar de chartale euro op 1 januari 2002.

Effectentransactiesysteem: systeem dat het aanhouden of de overdracht van effecten of andere financiële activa mogelijk maakt, hetzij gratis, hetzij tegen betaling (levering tegen betaling).

Effectenverkeer: een reeks nettoaankopen, door ingezetenen van het **eurogebied**, van door niet-ingezetenen van het eurogebied uitgegeven effecten (“activa”) en nettoaankopen, door niet-ingezetenen van het eurogebied, van door ingezetenen van het eurogebied uitgegeven effecten (“passiva”). Het betreft **aandelen** en **schuldbewijzen** in de vorm van obligaties en notes en **geldmarktinstrumenten**. De transacties worden opgenomen tegen de werkelijke betaalde of ontvangen prijs, minus commissies en onkosten. Om beschouwd te worden als activum moet de eigendom van een onderneming overeenstemmen met minder dan 10% van de stemrechten.

Effectieve wisselkoersen (nominaal/reëel): nominale effectieve wisselkoersen van de **euro** zijn gewogen gemiddelden van bilaterale wisselkoersen van de euro ten opzichte van de valuta's van de belangrijkste handelspartners van het **eurogebied**. De **ECB** publiceert indices van de nominale effectieve wisselkoers van de euro in vergelijking met de valuta's van een beperkte en een grotere groep handelspartners. De gebruikte gewichten weerspiegelen het aandeel van elk partnerland in de handel van het eurogebied. 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. Zij zijn dan ook een maatstaf voor het prijs- en kostenconcurrëntievermogen.

Elektronisch geld (e-money): elektronische opslagvorm van monetaire waarden op een technische drager, die algemeen kan worden gebruikt als een betaalmiddel aan toonder waarin van tevoren waarde is opgeslagen, voor betalingen aan ondernemingen andere dan de emitterende instelling zonder dat er bij de transactie noodzakelijk bankrekeningen betrokken zijn.

EONIA (euro overnight index average): een maatstaf voor de **rente** die van toepassing is op de interbancaire eurodaggeldmarkt, op basis van transacties.

ERM II (exchange rate mechanism II): het wisselkoersarrangement dat het kader vormt voor samenwerking op het gebied van wisselkoersbeleid tussen de landen van het **eurogebied** en de EU-lidstaten die niet deelnemen aan de derde fase van de **EMU**.

EU-Raad (Raad van Ministers): een instelling van de Europese Gemeenschap die bestaat uit vertegenwoordigers van de regeringen van de lidstaten, normaliter de ministers die bevoegd zijn voor de behandelde onderwerpen (derhalve is de EU-Raad ook bekend als de Raad van Ministers). Wanneer de EU-Raad bijeenkomt in de samenstelling van de Ministers van Financiën en Economische Zaken wordt hij gewoonlijk **ECOFIN-Raad** genoemd. Voor bijzonder belangrijke beslis-

singen komt de EU-Raad bovendien bijeen in de samenstelling van de staatshoofden en regeringsleiders. Die laatste mag niet worden verward met de Europese Raad, die eveneens is samengesteld uit de staatshoofden en regeringsleiders, maar die de Europese Unie voorziet van de nodige stimulansen bij haar ontwikkeling en de algemene politieke uitgangspunten bepaalt.

EURIBOR (euro interbank offered rate): de rente waartegen een prime bank bereid is kredieten in **euro** te verlenen aan een andere prime bank. De EURIBOR wordt dagelijks berekend voor interbancaire deposito's met verschillende looptijden van ten hoogste twaalf maanden.

Euro: de naam van de Europese eenheidsmunt zoals die werd aangenomen door de **Europese Raad** in Madrid op 15 en 16 december 1995.

Eurogebied: het gebied dat die lidstaten omvat waar de **euro**, overeenkomstig het **Verdrag**, als gemeenschappelijke munteenheid werd aangenomen en waar, onder de verantwoordelijkheid van de **Raad van Bestuur** van de **ECB**, een gemeenschappelijk monetair beleid wordt gevoerd. Momenteel omvat het eurogebied België, Duitsland, Griekenland, Spanje, Frankrijk, Ierland, Italië, Luxemburg, Nederland, Oostenrijk, Portugal en Finland.

Eurogroep: informele vergadering van de leden van de **ECOFIN-Raad** die de landen van het **eurogebied** vertegenwoordigen. De Eurogroep komt op regelmatige basis bijeen (gewoonlijk vóór de vergaderingen van de ECOFIN-Raad) om aangelegenheden te bespreken die verband houden met de gedeelde verantwoordelijkheid van de landen van het eurogebied voor de gemeenschappelijke munt. De **Europese Commissie** en, indien nodig, de **ECB**, worden uitgenodigd om aan die vergaderingen deel te nemen.

European Payments Council (EPC): beheersorgaan dat bestaat uit 52 vertegenwoordigers van instellingen, waaronder commerciële banken, coöperatieve banken en spaarbanken, met als doel het tot stand brengen van een gemeenschappelijke euro-betalingsruimte en het vertegenwoordigen van de Europese banksector in aangelegenheden met betrekking tot betalingssystemen.

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. De twee voornaamste opdrachten van het EMI waren de samenwerking tussen de centrale banken en de coördinatie van het monetaire beleid versterken en de oprichting van het **Europees Stelsel van Centrale Bank (ESCB)** voorbereiden met het oog op het voeren van een gemeenschappelijk monetair beleid en de invoering van een eenheidsmunt in de derde fase. Op 1 juni 1998, bij de oprichting van de **ECB**, werd het EMI ontbonden.

Europees Parlement: bestaat uit 626 vertegenwoordigers van de burgers van de lidstaten. Daarenboven werden 162 waarnemers aangeduid door de nationale parlementen van de toetredende landen. Het Toetredingsverdrag bepaalt dat het Europees Parlement na de ratificatie van dit verdrag door de huidige en de toekomstige lidstaten vanaf de volgende parlementaire zittingsperiode (2004-2009) 732 leden zal tellen. Het Parlement is een onderdeel van het wetgevende kader, maar met verschillende bevoegdheden, afhankelijk van de procedures volgens welke EU-wetgeving wordt aangenomen. In het kader van de **Economische en Monetaire Unie (EMU)** heeft het Parlement vooral adviserende bevoegdheden. Het **Verdrag** voorziet echter wel in bepaalde procedures voor de democratische verantwoording van de **ECB** aan het Parlement (presentatie van het Jaarverslag, algemeen debat over het monetaire beleid, hoorzittingen voor de bevoegde parlementscommissies).

Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB): bestaat uit de **ECB** en de NCB's van alle vijftien 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 stelsel van uniforme statistische definities en classificaties 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 **Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB)** en het **Eurosysteem** en bezit rechtspersoonlijkheid ingevolge de communautaire regelgeving. 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 Europees Stelsel van Centrale Banken en de Europese Centrale Bank. De ECB wordt bestuurd door de **Raad van Bestuur**, de **Directie** en een derde besluitvormend orgaan, de **Algemene Raad**.

Europese Commissie: de instelling van de Europese Gemeenschap die belast is met de toepassing van de bepalingen van het **Verdrag**. De Commissie stippelt het communautaire beleid uit, stelt Gemeenschapswetgeving voor en heeft bevoegdheden ten aanzien van specifieke aangelegenheden. Op het gebied van het economische beleid stelt de Commissie **globale richtsnoeren voor het economische beleid (GREB's)** voor en brengt zij verslag uit aan de **EU-Raad** omtrent de economische ontwikkelingen en het terzake gevoerde beleid. Zij ziet toe op de overheidsfinanciën in het kader van het multilaterale toezicht en brengt verslag uit aan de EU-Raad. De Commissie bestaat uit twintig leden (tot 1 mei 2004) en omvat twee staatsburgers van Duitsland, Spanje, Frankrijk, Italië en het Verenigd Koninkrijk en één van elk van de overige lidstaten. Na afloop van een overgangperiode bij de EU-uitbreiding zal de Commissie 25 leden tellen, namelijk een staatsburger van elk van de 25 lidstaten.

Europese Raad: voorziet de Europese Unie van de nodige stimulansen bij haar ontwikkeling en bepaalt de algemene politieke uitgangspunten daarbij. De Raad is samengesteld uit de staatshoofden en regeringsleiders van de lidstaten en de Voorzitter van de **Europese Commissie** (zie ook **EU-Raad**).

Eurostat: het statistisch bureau van de Europese Gemeenschappen. Eurostat maakt deel uit van de **Europese Commissie** en is verantwoordelijk voor de aanmaak van de statistische gegevens over de Europese Gemeenschap.

Eurosysteem: omvat de **ECB** en de NCB's van die lidstaten die in de derde fase van de **Economische en Monetaire Unie (EMU)** de **euro** hebben aangenomen (zie ook **eurogebied**). Momenteel behoren twaalf NCB's tot het Eurosysteem. Het Eurosysteem wordt bestuurd door de **Raad van Bestuur** en de **Directie** van de ECB.

Externe goederenhandel: intra- en extracommunautaire uitvoer en invoer van goederen, gemeten in termen van waarde en als indices van het volume en de waarde per eenheid. De intracommunautaire handel registreert de gegevens inzake aankomst en verzending voor de goederenstroom tussen de landen van het **eurogebied**, terwijl de extracommunautaire handel betrekking heeft op de externe handel van het eurogebied. De statistieken inzake de externe handel zijn niet rechtstreeks

vergelijkbaar met de uitvoer en de invoer volgens de nationale rekeningen, aangezien deze laatste zowel transacties binnen als buiten het eurogebied omvatten en ook goederen en diensten combineren.

Fair value accounting (FVA): een waarderingsprincipe dat stelt dat de balanswaarde van financiële instrumenten moet worden bepaald door de marktprijs, als die bestaat, ofwel door een schatting van de marktprijs als de huidige waarde van de verwachte cashflow.

“Fine-tuning”-transactie: een door het **Eurosysteem** op niet-regelmatige basis uitgevoerde **openmarkttransactie** die hoofdzakelijk dient om onverwachte fluctuaties in liquiditeitsverhoudingen in de markt op te vangen.

Geconsolideerde balans van de MFI-sector: wordt verkregen door het salderen van de onderlinge **MFI**-posities (voornamelijk leningen van een MFI aan een andere) op de geaggregeerde balans van de MFI's.

Geharmoniseerde consumptieprijsindex (HICP): een maatstaf van de consumptieprijzen die wordt samengesteld door **Eurostat** en voor alle EU-landen geharmoniseerd is.

Geldmarkt: de markt waarin korte-termijnfondsen worden opgehaald, belegd en verhandeld met behulp van instrumenten die gewoonlijk een oorspronkelijke looptijd van ten hoogste een jaar hebben.

Globale richtsnoeren voor het economisch beleid (GREB's): het **Verdrag** verplicht de lidstaten hun economische beleid te beschouwen als een aangelegenheid van gemeenschappelijk belang en het te coördineren binnen de **EU-Raad**. De GREB's vormen het belangrijkste instrument voor deze coördinatie. Ze bevatten aanbevelingen voor beleidsmakers met betrekking tot macro-economische en structurele beleidsterreinen en verschaffen een maatstaf voor een ex-postbeoordeling in het kader van het multilaterale toezicht binnen de EU-Raad. Op basis van een aanbeveling van de **Europese Commissie** stelt de EU-Raad een conceptversie op van de GREB's en maakt zijn bevindingen bekend aan de **Europese Raad**. Vervolgens keurt de EU-Raad een aanbeveling goed inzake de GREB's, gebaseerd op de conclusies van de Europese raad.

Impliciete volatiliteit: een maatstaf van de verwachte volatiliteit (standaardafwijking in termen van de procentuele veranderingen per jaar) van de prijzen van, bijvoorbeeld, obligaties en aandelen (of van de overeenkomstige futures-contracten), die kan worden afgeleid uit de prijzen voor **opties**.

International Accounting Standards (IAS): algemeen erkende boekhoudkundige richtlijnen, uitgevaardigd door de International Accounting Standards Board (IASB), een onafhankelijke, particulier gefinancierde instelling die zich bezighoudt met het opstellen van boekhoudkundige normen. De IAS zijn afdwingbare wereldwijde normen voor het verstrekken van doorzichtige en vergelijkbare informatie in financiële rekeningen voor algemene doelstellingen. In april 2001 kondigde de IASB aan dat haar boekhoudkundige normen in de toekomst International financial reporting standards (IFRS) zouden worden genoemd.

Internationale investeringspositie (i.i.p.): de waarde en samenstelling van de voorraad van financiële vorderingen en financiële verplichtingen van een economie ten opzichte van de rest van de wereld. Ook bekend als de netto externe-actiefpositie.

Internationale reserves van het Eurosysteem: omvatten de reserves van de **ECB** en de door de NCB's van de landen van het **eurogebied** aangehouden reserves. Krachtens de definitie van het IMF moeten de reserves effectief onder het toezicht staan van de bevoegde monetaire autoriteit, hetzij de ECB of de NCB van een van de eurolanden, en betrekking hebben op zeer liquide, verhandelbare en kredietwaardige – in vreemde valuta's (niet in **euro**) luidende – vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied, plus goud, bijzondere trekkingsrechten en de reserveposities van de NCB's van de eurolanden in het Internationaal Monetair Fonds.

Kandidaat-lidstaten: momenteel zijn dertien landen in Midden- en Oost-Europa en in het Middellandse-Zeegebied door de **Europese Raad** erkend als kandidaten voor toetreding tot de Europese Unie (EU). Tien landen zullen op 1 mei 2004 toetreden tot de EU: Cyprus, Estland, Hongarije, Letland, Litouwen, Malta, Polen, Slovakije, Slovenië en Tsjechië. Deze tien landen worden de **toetredende landen** genoemd. Twee andere landen, Bulgarije en Roemenië, hebben reeds toetredingsonderhandelingen aangeknoopt en zouden normaliter in 2007 tot de EU kunnen toetreden. Met Turkije, dat eveneens een officiële toetredingskandidaat is en betrokken is bij de Economische Dialoog met de EU, zijn de onderhandelingen voor de toetreding nog niet begonnen. Het begrip kandidaat-lidstaten verwijst naar de twaalf landen waarmee de onderhandelingen omtrent het EU-lidmaatschap afgerond of aan de gang zijn.

Koppelingssysteem (interlinking): één van de onderdelen van het **TARGET**-systeem. Dit begrip wordt gebruikt om de infrastructuur en procedures aan te duiden die binnenlandse **real-time bruto-vereveningssystemen (RTBV)** aan elkaar koppelen om de verwerking van grensoverschrijdende betalingen binnen TARGET mogelijk te maken.

Kredietinstelling: een instelling zoals gedefinieerd in artikel 1, lid 1 van de Richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad van 20 maart 2000 betreffende de toegang tot en de uitoefening van de werkzaamheden van kredietinstellingen, gewijzigd door de Richtlijn 2000/28/EG van het Europees Parlement en de Raad van 18 september 2000. Volgens die definitie is een 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.

Kredietverlening van MFI's aan ingezetenen van het eurogebied: bestaat uit leningen van MFI's aan ingezetenen van het **eurogebied** en door MFI's aangehouden effecten, uitgegeven door ingezetenen van het eurogebied. Deze effecten omvatten aandelen, andere deelbewijzen en **schuldbewijzen**.

Langerlopende financiële passiva van de MFI's: omvatten deposito's met een vaste looptijd van meer dan twee jaar, deposito's met een opzegtermijn van meer dan drie maanden, **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 maandelijkse **open-markttransactie**, uitgevoerd door het **Eurosysteem**, doorgaans met een looptijd van drie maanden. De transacties worden uitgevoerd als variabele-rentetenders met vooraf aangekondigde toewijzingsbedragen.

Liquiditeitsrisico: het risico dat een **tegenpartij** of een deelnemer aan een betalings- of vereveningsstelsel een verplichting niet volledig zal nakomen op de vervaldag. Het liquiditeitsrisico betekent niet dat de tegenpartij insolvent is, aangezien ze de vereiste schuldverplichtingen mogelijk kan nakomen op een niet nader omschreven later tijdstip.

M1: eng monetair aggregaat. Omvat de geldomloop plus de bij MFI's en de **centrale overheid** (bijvoorbeeld de Post of de Schatkist) aangehouden girale deposito's.

M2: het intermediaire monetaire aggregaat M2 omvat **M1** en deposito's met een opzegtermijn tot en met drie maanden (kortlopende spaardeposito's) en bij de **MFI's** en de **centrale overheid** aangehouden deposito's met een vaste looptijd tot en met twee jaar (kortlopende termijndeposito's).

M3: het ruime monetaire aggregaat M3 bestaat uit **M2** en verhandelbare instrumenten, d.w.z. **repo-overeenkomsten**, aandelen en participaties in **geldmarktfondsen** en **schuldbewijzen** met een looptijd tot en met twee jaar die door de **MFI's** zijn uitgegeven.

Marginale beleningsfaciliteit: een **permanente faciliteit** van het **Eurosysteem** die door **tegenpartijen** kan worden benut voor het verkrijgen van krediet, van een NCB, tegen een tevoren vastgestelde **rentevoet** (zie ook **belangrijkste ECB-rentetarieven**).

MFI-rentetarieven: de rentevoeten die door ingezeten **kredietinstellingen** en andere instellingen worden toegepast op in euro luidende deposito's en leningen ten opzichte van in de landen van het **eurogebied** ingezeten huishoudens en niet-financiële vennootschappen. De vereisten voor de rentestatistieken van de MFI-sector zijn vastgelegd in Verordening ECB/2001/18 van 20 december 2001.

MFI's (monetaire financiële instellingen): financiële instellingen die de gelduitgevende sector van het **eurogebied** uitmaken. Ze omvatten de **ECB**, de NCB's van de eurolanden, en in het eurogebied gevestigde **kredietinstellingen** en **geldmarktfondsen**.

Minimale inschrijvingsrente: de laagste **rentevoet** waartegen de **tegenpartijen** mogen inschrijven op variabele-rentetenders voor de **basis-herfinancieringstransacties**. Dit is een van de **belangrijkste ECB-rentetarieven** 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 **ECB-kader** voor een uitgebreide analyse van de risico's voor de **prijsstabiliteit**, die ten grondslag ligt aan de monetaire-beleidsbeslissingen van de **Raad van Bestuur**. De monetaire analyse draagt bij tot de beoordeling van de middellange- tot lange-termijntendensen van de inflatie, gezien de nauwe relatie die bestaat tussen de geldhoeveelheid en de prijzen over langere tijdshorizonten. Ze houdt rekening met de ontwikkelingen in een breed scala van monetaire indicatoren, met inbegrip van **M3** en de componenten en tegenposten daarvan (met name krediet), en met verschillende maatstaven van overliquiditeit (zie ook **economische analyse**).

Netto externe activa van de MFI's: door MFI's van het **eurogebied** aangehouden externe activa (zoals goud, niet-eurobankbiljetten, door niet-ingezetenen van het eurogebied uitgegeven schuldbewijzen en aan niet-ingezetenen van het eurogebied verstrekte leningen), minus externe passiva van de MFI-sector in het eurogebied (zoals door niet-ingezetenen van het eurogebied aangehouden deposito's, **repo-overeenkomsten**, aandelen en deelbewijzen in **geldmarkt**fondsen en **schuldbewijzen** met een looptijd tot en met twee jaar, uitgegeven door MFI's).

Obligatiemarkt: de markt waarin **schuldbewijzen** op middellange en lange termijn, d.w.z. schuldbewijzen met een oorspronkelijke looptijd van meer dan een jaar, worden uitgegeven en verhandeld.

Onderpand: activa die in pand zijn gegeven (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 markten uitgevoerde transactie in één van de volgende vormen: (i) rechtstreekse aan- of verkoop van activa (contant of op termijn); (ii) koop of verkoop van activa krachtens een **repo-overeenkomst**; (iii) lening op **onderpand** van beleenbare activa; (iv) uitgifte van schuldbewijzen van de centrale bank; (v) aantrekken van **termijndeposito's**; of (vi) **deviezenswaps** tussen nationale en vreemde valuta's.

Optie: een optie is een financieel instrument dat de bezitter het recht geeft, maar niet de verplichting oplegt, een specifiek onderliggend activum (b.v. een obligatie of een aandeel) tegen een vooraf bepaalde prijs (de uitoefenprijs) te kopen of te verkopen op of tot een zekere toekomstige datum (de uitoefen- of vervaldatum). Een calloptie geeft de houder het recht het onderliggende activum te kopen tegen een overeengekomen uitoefenprijs, terwijl een putoptie de houder het recht geeft dat activum te verkopen tegen een afgesproken uitoefenprijs.

Permanente faciliteit: een centrale-bankfaciliteit waarvan **tegenpartijen** op eigen initiatief gebruik kunnen maken. Het **Eurosysteem** biedt twee permanente faciliteiten met een looptijd tot de volgende ochtend aan, te weten de **marginale beleningsfaciliteit** en de **depositofaciliteit**.

Prijsstabiliteit: het handhaven van de prijsstabiliteit is de voornaamste doelstelling van het **Euro-systeem**. De **Raad van Bestuur** definieert prijsstabiliteit als een jaarlijkse stijging van de **geharmoniseerde consumptieprijsindex (HICP)** voor het **eurogebied** van minder dan 2%. De Raad van Bestuur verduidelijkte tevens dat hij zich, bij zijn streven naar prijsstabiliteit, erop richt het inflatiecijfer vlak onder 2% te houden op de middellange termijn.

Primair saldo: nettofinancieringsbehoefte of -vermogen van de overheid exclusief rentebetalingen op geconsolideerde overheidsschulden.

Procedure bij buitensporige tekorten: de bepaling in Artikel 104 van het **Verdrag**, die nader wordt toegelicht in het Protocol 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 criteria voor het begrotingssaldo of de overheidsschuld is voldaan. Ze wordt aangevuld door Verordening (EG) nr. 1467/97 van de Raad van 7 juli 1997 inzake de bespoediging en verduidelijking van de toepassing van de procedure bij buitensporige tekorten, die deel uitmaakt van het **Stabiliteits- en Groeipact**.

Projecties: de resultaten van door de staf van het **Eurosysteem** uitgevoerde prognoses van mogelijke toekomstige macro-economische ontwikkelingen in het **eurogebied**. De projecties van het Eurosysteem worden op dezelfde manier samengesteld als de projecties van de individuele lidstaten. Ze worden tweemaal per jaar gepubliceerd en maken deel uit van de monetaire-beleidsstrategie van de **ECB**. Ze zijn één van de verschillende invalshoeken voor de beoordeling van de **Raad van Bestuur** inzake de risico's voor **prijstabiliteit**.

Raad van Bestuur: het hoogste bestuursorgaan van de **ECB**. De Raad van Bestuur bestaat uit alle leden van de **Directie** van de ECB en de Presidenten van de NCB's van de landen die op de **euro** zijn overgegaan.

“Real-time” brutovereenigingssysteem (RTBV-systeem): een brutovereenigingssysteem waarbij betalingsopdrachten één-voor-één en continu verwerkt en verevend worden (zonder saldering) (zie ook **TARGET**).

Referentiewaarde voor de groei van M3: het jaarlijkse groeitempo van **M3** dat op middellange termijn overeenstemt met het behoud van de **prijstabiliteit**. Momenteel beloopt de referentiewaarde voor de jaarlijkse groei van M3 4½%.

Rente: het bedrag dat een debiteur gedurende een bepaalde periode moet betalen aan een crediteur, in verhouding tot het bedrag van het kapitaal van de lening, de deposito of het schuldbewijs, doorgaans uitgedrukt in procenten per jaar.

Repomarkt: zie **repo-overeenkomst**.

Repo-overeenkomst: een overeenkomst om een activum te verkopen en het tegen een welbepaalde 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. Ook retrocessieovereenkomsten worden als repo-transacties aangeduid en op de **repomarkt** verhandeld.

Reservebasis: de som van de balansposten (met name 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 balansposten die deel uitmaken van de **reservebasis**. De reserveratio's worden gebruikt voor de berekening van de **reserveverplichtingen**.

Reserveverplichting: het minimumbedrag aan reserves dat een **kredietinstelling** bij het **Eurosysteem** dient aan te houden. Het naleven van de reserveverplichtingen wordt beoordeeld op grond van de gemiddelde dagelijkse saldi gedurende een **aanhoudingsperiode** van ongeveer één maand.

Schuld (financiële rekeningen): omvat leningen, uitgegeven **schuldbewijzen** en pensioenfondsserves van niet-financiële vennootschappen, gewaardeerd op basis van de marktwaarde aan het eind van de periode. In de financiële rekeningen op kwartaalbasis zijn leningen verstrekt door de niet-financiële sector (bijvoorbeeld leningen tussen bedrijven onderling) of door banken buiten het **eurogebied** niet in de schuld opgenomen, terwijl deze componenten wel deel uitmaken van de jaarlijkse financiële rekeningen.

Schuldbewijzen: vertegenwoordigen 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. Doorgaans dragen ze een specifieke rente (coupon) of worden ze verkocht op discountbasis. Schuldbewijzen met een oorspronkelijke looptijd van meer dan een jaar worden als langlopend beschouwd.

Schuldquote (algemene overheid): overheidsschuld wordt gedefinieerd als de totale aan het eind van het jaar uitstaande brutoschuld tegen nominale waarde, geconsolideerd tussen en binnen de sectoren van de algemene overheid. De schuldquote wordt gedefinieerd als de verhouding tussen de overheidsschuld en het bruto binnenlands product tegen marktprijzen. Ze is het onderwerp van een van de begrotingscriteria voor het bepalen van het bestaan van een buitensporig tekort, zoals vastgelegd in artikel 104, lid 2 van het **Verdrag**.

Stabiliteits- en Groeipact: omvat twee verordeningen van de Raad, namelijk Verordening (EG) nr. 1466/97 van 7 juli 1997 inzake de versterking van het toezicht op begrotingssituaties en het toezicht op en de coördinatie van het economisch beleid, evenals Verordening (EG) nr. 1467/97 van 7 juli 1997 inzake de bespoediging en verduidelijking van de tenuitvoerlegging van de **procedure bij buitensporige tekorten**, alsook een op de Top in Amsterdam op 17 juni 1997 goedgekeurde Resolutie van de **Europese Raad** betreffende het Stabiliteits- en Groeipact. Het pact heeft tot doel in de derde fase van de **Economische en Monetaire Unie (EMU)** gezonde overheidsfinanciën te garanderen om betere voorwaarden te creëren voor **prijstabiliteit** en sterke en duurzame groei, en aldus de werkgelegenheid te bevorderen. Meer bepaald zijn als doelstelling op de middellange termijn begrotingssituaties vereist die vrijwel in evenwicht zijn of een overschot vertonen.

Stabiliteitsprogramma's: door de landen van het **eurogebied** meegedeelde middellange-termijnplannen van de regeringen en hypothesen in verband met de ontwikkeling van belangrijke economische variabelen. Ze moeten leiden tot de in het **Stabiliteits- en Groeipact** omschreven middellange-termijndoelstelling van een begroting die vrijwel in evenwicht is of een overschot vertoont, of het aanpassingstraject voor het behalen van deze doelstelling vastleggen. De stabiliteitsprogramma's moeten jaarlijks worden bijgewerkt. Ze worden onderzocht door de **Europese Commissie** en het **Economisch en Financieel Comité (EFC)**. Hun verslagen vormen de basis voor een beoordeling door de **ECOFIN-Raad**.

Straight-through processing (STP): de geautomatiseerde "end-to-end"-verwerking van transacties en betalingen, met inbegrip van de automatische aanmaak, bevestiging, clearing en verevening van instructies.

Surpluspercentage: een op onderliggende activa in **transacties met wederinkoop** toegepaste risicobeheersingsmaatregel waarmee de centrale bank de waarde van de onderliggende activa berekent als hun marktwaarde, verminderd met een bepaald percentage (surplus). Het **Eurostelsel** past surpluspercentages toe op basis van kenmerken van de specifieke activa, zoals hun resterende looptijd.

Systeemrisico: het risico dat het in gebreke blijven van een deelnemer aan een betalingssysteem, een exchange-for-value-systeem, of de financiële markten in het algemeen, ertoe zal leiden dat andere deelnemers of financiële instellingen hun verplichtingen op de vervaldag niet kunnen nakomen (met inbegrip van vereveningsverplichtingen in een betalingssysteem). Een dergelijk in gebreke blijven kan aanleiding geven tot aanzienlijke liquiditeits- of kredietproblemen en zou dientengevolge de stabiliteit van de financiële markten kunnen bedreigen.

TARGET-systeem (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer): het **Real-time Brutovereveningssysteem (RTBV)** voor de **euro**. Het is een gedecentraliseerd systeem dat bestaat uit vijftien nationale RTBV-systemen, het betalingsmechanisme van de **ECB** en het **koppelingssysteem (interlinking)**.

Tegenpartij: de andere partij bij een financiële transactie (bijvoorbeeld elke partij die een transactie aangaat met de centrale bank).

Tekortquote (algemene overheid): het overheidstekort wordt gedefinieerd als het nettofinancieringstekort van de algemene overheid en stemt overeen met het verschil tussen de inkomsten en de uitgaven van de overheid. De tekortquote wordt gedefinieerd als de verhouding tussen het overheidstekort en het bruto binnenlands product tegen marktprijzen. Ze is het onderwerp van een van de begrotingscriteria voor het bepalen van het bestaan van een buitensporig tekort, zoals vastgelegd in artikel 104, lid 2 van het **Verdrag** tot oprichting van de Europese Gemeenschap. Ze wordt ook begrotingstekortquote genoemd.

Toetredende landen: zie **kandidaat-lidstaten**.

Transactie met wederinkoop: een transactie waarbij de centrale bank activa koopt of verkoopt krachtens een **repo-overeenkomst** of kredieten verleent tegen **onderpand**.

Verdrag: deze term verwijst naar het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap. Het Verdrag is ondertekend in Rome op 25 maart 1957 en werd van kracht op 1 januari 1958. Met dit Verdrag, dat ook wel het “Verdrag van Rome” wordt genoemd, werd de Europese Economische Gemeenschap (EEG) – thans de Europese Gemeenschap – opgericht. Het Verdrag betreffende de Europese Unie (dat ook bekend staat als het “Verdrag van Maastricht”) werd op 7 februari 1992 ondertekend en werd van kracht op 1 november 1993. Ingevolge het Verdrag betreffende de Europese Unie, dat een aanpassing inhield van het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap, werd de Europese Unie opgericht. Het “Verdrag van Amsterdam”, dat op 2 oktober 1997 in Amsterdam werd ondertekend en van kracht werd op 1 mei 1999 en, zeer recentelijk, het “Verdrag van Nice”, dat werd ondertekend op 26 februari 2001 en van kracht werd op 1 februari 2003, hebben zowel het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap als het Verdrag betreffende de Europese Unie herzien.

Vereveningsrisico: een algemene term voor het risico dat de verevening in een betalingssysteem niet volgens verwachting plaatsvindt. Dit kan zowel het **krediet-** als het **liquiditeitsrisico** betreffen.

