



EUROPESE CENTRALE BANK

HET MONETAIRE BELEID VAN DE ECB

2004



© Europese Centrale Bank, 2004

Adres
Kaiserstrasse 29
D-60311 Frankfurt am Main
Duitsland

Post adres
Postfach 16 03 19
D-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

Deze publicatie is tot stand gekomen onder verantwoordelijkheid van de Directie van de ECB. De vertaling is gemaakt en gepubliceerd door de Nederlandsche Bank NV.

Alle rechten voorbehouden. Het maken van kopieën voor educatieve en niet-commerciële doeleinden is toegestaan, mits de bron wordt vermeld.

De statistieken in deze uitgave zijn afgesloten per ultimo juni 2003.

ISBN 92-9181-493-8 (gedrukte versie)
ISBN 92-9181-494-6 (internet)

INHOUD

VOORWOORD	7
HOOFDSTUK 1	
Het institutionele kader voor het gemeenschappelijke monetaire beleid	9
HOOFDSTUK 2	
De economische en financiële structuur van het eurogebied	19
2.1 Hoofdkenmerken van de reële economie	19
2.2 Arbeidsmarkt	21
2.3 Overheid	23
2.4 De handel met landen buiten het eurogebied	27
2.5 Financiële structuur	28
2.6 Financiële markten	32
2.7 Financiële intermediairs	37
HOOFDSTUK 3	
De monetaire-beleidsstrategie van de ECB	43
3.1 De rol van het monetaire beleid en de voordelen van prijsstabiliteit	43
3.2 Het transmissiemechanisme van het monetaire beleid	46
3.3 De monetaire-beleidsstrategie van de ECB: algemene beginselen	50
3.4 De door de ECB gehanteerde kwantitatieve definitie van prijsstabiliteit	53
3.5 De analyse van de risico's voor de prijsstabiliteit binnen de monetaire-beleidsstrategie van de ECB	58
3.6 Verantwoording, doorzichtigheid en communicatie	71
HOOFDSTUK 4	
De tenuitvoerlegging van het monetaire beleid	77
4.1 Algemene grondbeginselen en doelstellingen van de opzet van het operationele kader	77
4.2 Overzicht van het operationele kader van het Eurosysteem	79
4.3 Reserveverplichtingen	83
4.4 Open-markttransacties	86
4.5 Permanente faciliteiten	91
4.6 Door de centrale bank verschaftte liquiditeiten en de liquiditeitsbehoefte van het bankwezen	93
4.7 Ervaringen in de periode januari 1999 – juni 2003	97

HOOFDSTUK 5

De tenuitvoerlegging van het monetaire beleid gedurende de eerste jaren van de derde fase van de Economische en Monetaire Unie	99
5.1 Inleiding	99
5.2 De belangrijkste ontwikkelingen	100
5.3 Beoordeling van het monetaire beleid gedurende deze periode	107

BIJLAGE

Geschiedenis – De drie fasen van de Economische en Monetaire Unie	109
---	-----

LIJST VAN TERMEN	113
------------------	-----

PUBLICATIES	131
-------------	-----

INDEX	135
-------	-----

KADERS

1.1 De belangrijkste bepalingen uit het Verdrag en de Statuten van het ESCB	14
2.1 Institutionele regelingen op het niveau van de EU ten behoeve van gezonde overheidsfinanciën	25
2.2 Financiële markten: kernbegrippen	33
2.3 De monetaire aggregaten	38
3.1 Resultaten van empirisch onderzoek naar de monetaire-beleidstransmissie in het eurogebied	51
3.2 HICP – constructie en kenmerken	55
3.3 De oriëntatie op de middellange termijn van het monetaire beleid van de ECB	58
3.4 Alternatieve monetaire-beleidsstrategieën	60
3.5 Statistieken betreffende de economische en financiële ontwikkelingen in het eurogebied	63
3.6 De geldhoeveelheid en het prijsniveau op de lange termijn	67
3.7 De door de ECB gehanteerde referentiewaarde voor de geldgroei	69
3.8 Communicatieactiviteiten van de ECB	74
4.1 Tegenpartijen en onderpand	81
4.2 Wijzigingen in de looptijd van de basis-herfinancieringstransacties en de reserve-aanhoudingsperiode vanaf maart 2004	88
4.3 De verschillende soorten open-markttransacties	90

TABELLEN

2.1 Belangrijkste kenmerken van de reële economie van het eurogebied, 2002	20
2.2 Participatiegraad naar geslacht en leeftijdscategorie in het eurogebied en de Verenigde Staten, 2002	22

2.3	De externe goederenhandel van het eurogebied, 2002	27
2.4	Beleggingen en financiering van de niet-financiële sectoren in het eurogebied, ultimo 2002	30
2.5	Uitstaande bedragen aan in euro luidende kortlopende schuldbewijzen uitgegeven door ingezetenen van het eurogebied	34
2.6	Uitstaande bedragen aan in euro luidende langlopende schuldbewijzen uitgegeven door ingezetenen van het eurogebied	35
2.7	Uitstaande bedragen aan in de nationale valuta luidende schuldbewijzen uitgegeven door ingezetenen van het eurogebied, de Verenigde Staten en Japan, ultimo 2002	36
2.8	Kapitalisatiegraad van de aandelenbeurzen in het eurogebied, de Verenigde Staten en Japan	36
2.9	Aantal beursgenoteerde binnenlandse en buitenlandse bedrijven in het eurogebied, de Verenigde Staten en Japan	37
2.10	Aantal monetaire financiële instellingen in het eurogebied	38
2.11	Definities van de monetaire aggregaten in het eurogebied	39
2.12	Bancaire deposito's en leningen in het eurogebied, de Verenigde Staten en Japan, ultimo 2002	41
3.1	Schattingen van de reactie van het reële bbp en de consumptieprijzen op een verhoging van de beleidsrente in het eurogebied met 1 procentpunt	51
3.2	In 2003 geldende gewichten van de hoofdcomponenten van de HICP voor het eurogebied	55
4.1	Open-markttransacties en permanente faciliteiten van het Eurosysteem	80
4.2	In de reservebasis opgenomen passiva van kredietinstellingen	84
4.3	Structuur van de balans van de centrale bank	94
4.4	Bijdragen aan de liquiditeit van het bankwezen	95

GRAFIEKEN

1.1	De besluitvormende organen van de ECB	10
2.1	Uitsplitsing naar leeftijd van de totale bevolking, 2002	19
2.2	Werkloosheid in het eurogebied, de Verenigde Staten en Japan	21
2.3	Overheidstekort en –schuld in het eurogebied	24
2.4	Handelsgewichten van de twintig belangrijkste handelspartners van het eurogebied	27
2.5	De functies van het financiële stelsel	28
2.6	Procentuele aandelen van de componenten van M3, ultimo 2002	40
2.7	Samenstelling van de geconsolideerde balans van de MFI's in het eurogebied (met inbegrip van het Eurosysteem), ultimo 2002	41
3.1	Schematische weergave van de transmissie van de rente naar de prijzen	47
3.2	De op stabiliteit gerichte monetaire-beleidsstrategie van de ECB	71
4.1	De belangrijkste rentetarieven van de ECB en de EONIA	83
4.2	De werking van het stelsel van reserveverplichtingen van het Eurosysteem	85

4.3	Beroep op de permanente faciliteiten in de periode januari 1999 – juni 2003	92
4.4	Beroep op de permanente faciliteiten binnen een aanhoudingsperiode	93
4.5	Omvang van de basis-herfinancieringstransacties en de langerlopende herfinancieringstransacties	96
4.6	Reserveverplichtingen en autonome liquiditeitsfactoren	97
5.1	HICP-inflatie	100
5.2	Nominaal-effectieve wisselkoers van de euro en de oliepijzen	101
5.3	M1 en leningen aan de particuliere sector	101
5.4	De groei van M3 en de referentiewaarde	102
5.5	Reëel bbp, industriële productie en producentenvertrouwen in het eurogebied	103
5.6	Indicatoren van de inflatieverwachtingen voor de lange termijn in het eurogebied	104

VOORWOORD

Sinds 1 januari 1999 voert de Europese Centrale Bank (ECB) het gemeenschappelijke monetaire beleid voor het eurogebied. Het Verdrag betreffende de Europese Unie kent aan het Eurosysteem de hoofddoelstelling toe van prijsstabiliteit, waarmee recht wordt gedaan aan een breed gedragen overtuiging binnen de samenleving dat de handhaving van stabiele prijzen de beste bijdrage vormt die het monetaire beleid kan leveren aan de economische groei, aan het scheppen van werkgelegenheid en aan de sociale samenhang.

In oktober 1998 heeft de Raad van Bestuur de monetaire-beleidsstrategie vastgesteld en deze ruim vóór de invoering van de gemeenschappelijke munt aan het publiek gepresenteerd. Met behulp van de strategie is een gedegen kader gecreëerd voor de besluitvorming en voor het afleggen van verantwoording aan het publiek. Dit is van essentieel belang geweest voor de geloofwaardigheid van de ECB en voor het vertrouwen in de euro vanaf het allereerste moment.

In de eerste jaren is het gemeenschappelijke monetaire beleid voor een aantal belangrijke uitdagingen gesteld. De ECB kreeg te maken met een verviervoudiging van de olieprijsen alsook met sterke schommelingen op de valuta- en de aandelenmarkten. Voorts werd de wereldeconomie in 2001 geconfronteerd met een periode van grote onzekerheid als gevolg van de terreuraanslagen van 11 september en de daaropvolgende geopolitieke spanningen. Ondanks dit moeilijke

klimaat is de ECB erin geslaagd het vertrouwen van het publiek en van de markten te winnen en te behouden. De inflatie is op een laag niveau gebleven, ondanks aanzienlijke negatieve schokken, terwijl de indicatoren van de inflatieverwachtingen voor de lange termijn binnen de door de ECB gehanteerde definitie van prijsstabiliteit zijn gebleven.

Tegelijkertijd heeft het Eurosysteem ook technisch zeer goed gepresteerd. Het operationele kader voor het gemeenschappelijke monetaire beleid heeft sinds de invoering van de euro in 1999 uitstekend gewerkt en als gevolg daarvan heeft de korte rente weinig volatiliteit vertoond.

Om een aantal belangrijke aspecten van het gemeenschappelijke monetaire beleid aan een breder publiek toe te lichten, wordt in dit boekje een uitgebreid overzicht gegeven van het monetaire beleid van de ECB en van de economische en institutionele achtergrond daarvan. De eerste uitgave van 2001 is in de meeste officiële talen van de Gemeenschap vertaald, alsmede in het Chinees, het Japans en het Koreaans. Gezien de sterke belangstelling voor deze publicatie binnen en buiten Europa, en in het licht van de nieuwe ontwikkelingen van de afgelopen twee jaar, heeft de ECB nu besloten een geactualiseerde versie uit te geven.

De opzet van deze tweede uitgave is globaal gelijk aan die van de eerste, met een actueel overzicht van de economische en financiële structuur van het eurogebied. Bij de

actualisering is ook rekening gehouden met de bevestiging en de verduidelijking door de Raad van Bestuur van de monetaire-beleidsstrategie van de ECB in mei 2003. Enkele wijzigingen vloeien voort uit aanpassingen in het operationele monetaire-beleidskader van het Eurosysteem en uit de opgedane ervaringen met de beleidsbepaling sinds de publicatie van de eerste uitgave.

Ik ben ervan overtuigd dat deze nieuwe uitgave van "Het monetaire beleid van de ECB" zal bijdragen aan een beter begrip van het door de ECB gevoerde monetaire beleid.

Frankfurt am Main, januari 2004

A handwritten signature in blue ink, consisting of a stylized initial 'J' followed by the name 'Trichet' in a cursive script.

Jean-Claude Trichet

1 HET INSTITUTIONELE KADER VOOR HET GEMEENSCHAPPELIJKE MONETAIRE BELEID

Op 1 januari 1999 heeft de Europese Centrale Bank (ECB) de verantwoordelijkheid op zich genomen voor het monetaire beleid in het eurogebied – op de Verenigde Staten na de grootste economie ter wereld. De overdracht van de verantwoordelijkheid voor het monetaire beleid door elf nationale centrale banken – twaalf na de toetreding van Griekenland met ingang van 1 januari 2001 – aan een nieuwe supranationale instelling vormde een mijlpaal in een langdurig en complex integratieproces van Europese landen. Alvorens op de euro te kunnen overgaan moesten alle kandidaat-landen aan een aantal convergentiecriteria voldoen, die ten doel hadden de economische en juridische voorwaarden voor een succesvolle deelname aan een op stabiliteit gerichte monetaire unie te verzekeren. In dit hoofdstuk worden die institutionele aspecten uiteengezet die van belang zijn voor een goed begrip van het door de ECB gevoerde monetaire beleid.

Het Verdrag vormt de juridische basis voor het gemeenschappelijke monetaire beleid ...

... en voorziet in de oprichting van de ECB en het ESCB

De ECB, het ESCB en het Eurosysteem

In de juridische basis voor het gemeenschappelijke monetaire beleid wordt voorzien door het (gewijzigde) Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap. De belangrijkste wettelijke bepalingen zijn opgenomen in Kader 1.1.¹

Het Verdrag en de Statuten van het Europees Stelsel van Centrale Bank en van de Europese Centrale Bank (hierna “Statuten van het ESCB” genoemd), die als Protocol aan het Verdrag zijn gehecht, voorzagen in de oprichting van zowel de ECB als het Europees Stelsel van Centrale Bank (ESCB) met ingang van 1 juni 1998. Het ESCB omvat de ECB en de nationale centrale banken van alle EU-lidstaten (artikel 107, lid 1, van het Verdrag).²

De term “Eurosysteem” heeft betrekking op de ECB en de nationale centrale banken van de lidstaten die op de euro zijn overgegaan.³ Zolang er lidstaten zijn die nog niet op de euro zijn overgegaan, zal het nodig zijn een onderscheid te maken tussen het Eurosysteem en het ESCB. De term “eurogebied” heeft betrekking op het gebied dat de lidstaten omvat die op de euro zijn overgegaan.

De doelstelling van het gemeenschappelijke monetaire beleid en de door het Eurosysteem uit te voeren taken

Het Verdrag (artikel 105, lid 1) – dat over het ESCB en niet over het Eurosysteem spreekt omdat men er bij de opstelling van uitging dat uiteindelijk alle EU-lidstaten op de euro zouden overgaan – stelt het volgende: “Het hoofddoel van het ESCB is het hand-

De termen “Eurosysteem” en “eurogebied”

Prijstabiliteit van allesoverheersend belang

¹ In juni 2003 heeft de Europese Conventie over de toekomst van Europa een Ontwerpverdrag tot vaststelling van een Grondwet voor Europa (“Ontwerpgrondwet”) voorgelegd aan de Europese Raad. Eind 2003 vormde de Ontwerpgrondwet de basis voor de discussies binnen de intergouvernementele conferentie over de toekomst van de Unie. De belangrijkste bepalingen omtrent het gemeenschappelijke monetaire beleid zijn zonder inhoudelijke wijziging in de Ontwerpgrondwet overgenomen.

² In tegenstelling tot het ESCB als geheel heeft de ECB krachtens het Verdrag rechtspersoonlijkheid. Elk van de nationale centrale banken heeft rechtspersoonlijkheid krachtens de nationale wetgeving van het eigen land.

³ De presidenten van de nationale centrale banken van die EU-lidstaten die nog niet op de euro zijn overgegaan nemen niet deel aan de besluitvorming over het monetaire beleid voor het eurogebied en de desbetreffende nationale centrale banken nemen niet deel aan de operationele tenuitvoerlegging van deze besluiten.

haven van prijsstabiliteit” en “Onverminderd het doel van prijsstabiliteit ondersteunt het ESCB het algemene economische beleid in de Gemeenschap ten einde bij te dragen tot de verwezenlijking van de in artikel 2 omschreven doelstellingen van de Gemeenschap.” In artikel 2 van het Verdrag worden als doelstellingen van de Gemeenschap onder meer genoemd “een hoog niveau van werkgelegenheid”, “een duurzame en niet-inflatoire groei”, “een hoge graad van concurrentievermogen” en “een hoge graad van convergentie van de economische prestaties”. Het Verdrag brengt hiermee een duidelijke rangorde aan in de doelstellingen van het Eurosysteem, waarbij de hoogste prioriteit wordt gegeven aan prijsstabiliteit. Door het monetaire beleid van de ECB primair op dit doel te richten maakt het Verdrag duidelijk dat het handhaven van prijsstabiliteit de belangrijkste bijdrage is die door het monetaire beleid kan worden geleverd aan het bereiken van een gunstig economisch klimaat en een hoog niveau van werkgelegenheid.

Conform het Verdrag (artikel 105, lid 2), bestaan de via het Eurosysteem uit te voeren fundamentele taken uit:

- het bepalen en uitvoeren van het monetaire beleid van het eurogebied;
- het verrichten van valutamarktoperaties;
- het aanhouden en beheren van de officiële externe reserves van de lidstaten;
- het bevorderen van een goede werking van het betalingsverkeer.

De ECB heeft het alleenrecht machtiging te geven tot de uitgifte van bankbiljetten binnen het eurogebied. Bijgestaan door de nationale centrale banken verzamelt de ECB de voor de vervulling van de taken van het Eurosysteem benodigde statistische gegevens, hetzij bij de nationale autoriteiten, hetzij rechtstreeks bij de economische subjecten. Daarnaast draagt het Eurosysteem bij tot de juiste tenuitvoerlegging van het beleid dat wordt gevoerd door de autoriteiten belast met het bedrijfseconomische toezicht op kredietinstellingen en de stabiliteit van

Grafiek 1.1 De besluitvormende organen van de ECB



het financiële stelsel. Overeenkomstig artikel 6 van de Statuten van het ESCB, kunnen de ECB en, met haar toestemming, de nationale centrale banken deelnemen aan internationale monetaire instellingen. Het is aan de ECB om te besluiten hoe het Eurosysteem op het gebied van de internationale samenwerking wordt vertegenwoordigd.

De besluitvormende organen van de ECB

Er zijn twee besluitvormende organen van de ECB die verantwoordelijk zijn voor de voorbereiding, het voeren en de tenuitvoerlegging van het gemeenschappelijke monetaire beleid: de Raad van Bestuur van de ECB en de Directie van de ECB (zie Grafiek 1.1). Een derde besluitvormend orgaan is de Algemene Raad.

Raad van
Bestuur van de
ECB

De Raad van Bestuur van de ECB bestaat uit de zes leden van de Directie en de presidenten van de nationale centrale banken van de landen van het eurogebied (in 2003 twaalf). Zowel de Raad van Bestuur als de Directie wordt voorgezeten door de President van de ECB of, bij diens afwezigheid, de Vice-President. De verantwoordelijkheden van de Raad van Bestuur zijn:

- het vaststellen van de richtsnoeren en het nemen van de besluiten die nodig zijn voor het vervullen van de aan het Eurosysteem opgedragen taken, en
- het formuleren van het monetaire beleid van het eurogebied.

Overeenkomstig de Statuten van het ESCB (artikel 12.1) omvat het formuleren van het monetaire beleid van het eurogebied ook het nemen van besluiten met betrekking tot “intermediaire monetaire doelstellingen, de belang-

rijkste rentetarieven en de liquiditeitsvoorziening” binnen het Eurosysteem. Daarnaast stelt de Raad van Bestuur de benodigde richtsnoeren vast voor de uitvoering van dergelijke besluiten.

De Directie van de ECB bestaat uit de President, de Vice-President en vier andere leden, allen benoemd in onderlinge overeenstemming door de staatshoofden en regeringsleiders van de landen van het eurogebied. Krachtens de Statuten van het ESCB (de artikelen 12.1 en 12.2):

Directie van
de ECB

- bereidt de Directie de vergaderingen van de Raad van Bestuur voor;
- voert de Directie het monetaire beleid uit overeenkomstig de richtsnoeren en besluiten van de Raad van Bestuur en geeft daartoe de nodige instructies aan de nationale centrale banken in het eurogebied;
- is de Directie verantwoordelijk voor de dagelijkse gang van zaken bij de ECB, en
- neemt de Directie bepaalde, door de Raad van Bestuur aan de Directie gedelegeerde taken op zich, met inbegrip van bepaalde regelgevende taken.

De Algemene Raad van de ECB bestaat uit de President en de Vice-President van de ECB en de presidenten van de nationale centrale banken van alle lidstaten van de EU (in 2003 vijftien, na de uitbreiding van de EU per 1 mei 2004 25). De Algemene Raad blijft bestaan zolang er lidstaten zijn die nog niet op de euro zijn overgegaan. De Algemene Raad draagt geen verantwoordelijkheid voor monetaire-beleidsbesluiten in het eurogebied. De Raad voert een aantal van het Europees Monetair Instituut (EMI)⁴

Algemene Raad
van de ECB

⁴ Het EMI is op 1 januari 1994 opgericht en is, bij de oprichting van de ECB, op 1 juni 1998 in liquidatie gegaan. Het EMI was verantwoordelijk voor de voorbereidingen voor de oprichting van het ESCB en voor het versterken van de samenwerking tussen de centrale banken en de monetaire-beleidscoördinatie. Voor nadere gegevens omtrent de geschiedenis van de Economische en Monetaire Unie (EMU) wordt verwezen naar de bijlage.

overgenomen taken uit die nog moeten worden vervuld omdat niet alle lidstaten op de euro zijn overgegaan. Conform de Statuten van het ESCB (de artikelen 44, 45 en 47) en het Verdrag (artikel 117, lid 2), verleent de Algemene Raad medewerking aan:

- het versterken van de coördinatie van het monetaire beleid (tussen de lidstaten die nog niet op de euro zijn overgegaan en de ECB) teneinde prijsstabiliteit te waarborgen;
- het verzamelen van statistische gegevens;
- de rapportage-activiteiten van de ECB, en
- de noodzakelijke maatregelen voor het onherroepelijk vastklinken van de wisselkoersen van die lidstaten die nog niet op de euro zijn overgegaan.

Stemverhoudingen binnen de Raad van Bestuur

Grondbeginselen

De Statuten van het ESCB stellen dat de Raad van Bestuur besluit met gewone meerderheid van stemmen inzake het monetaire beleid en de andere taken van het Eurosysteem. Monetaire-beleidsbesluiten moeten zijn gebaseerd op een het gehele eurogebied omspannend perspectief. Elk lid van de Raad van Bestuur heeft één stem. Bij staking van stemmen brengt de President van de ECB de beslissende stem uit. Bij het nemen van besluiten treden de leden van de Raad van Bestuur niet op als nationale vertegenwoordigers maar in een volledig onafhankelijke, persoonlijke hoedanigheid.

Aanpassing van de stemverhoudingen binnen de Raad van Bestuur

De Raad van Bestuur zal ook binnen een vergroot eurogebied snel en doelmatig besluiten moeten kunnen nemen. Op 21 maart 2003, ruim vóór

de toetreding van tien nieuwe landen tot de EU op 1 mei 2004, heeft de Europese Raad een wijziging van de Statuten van het ESCB goedgekeurd, die ertoe strekt de stemverhoudingen binnen de Raad van Bestuur aan te passen.⁵ Volgens het nieuwe systeem van stemmen behouden de zes leden van de Directie permanent stemrecht, maar zullen de stemrechten van de presidenten van de nationale centrale banken onderhevig zijn aan een roulatiesysteem zodra er meer dan vijftien eurolanden zijn. Alle presidenten van de nationale centrale banken zullen echter aan alle bijeenkomsten van de Raad van Bestuur deelnemen, ongeacht of zij op dat tijdstip stemrecht hebben.

Onafhankelijkheid van de centrale bank

Met het institutionele kader voor het gemeenschappelijke monetaire beleid is een centrale bank in het leven geroepen die onafhankelijk is van politieke beïnvloeding. Op grond van uitgebreide theoretische analyses, gesteund door omvangrijk empirisch onderzoek, is duidelijk dat de onafhankelijkheid van de centrale bank het handhaven van prijsstabiliteit ten goede komt.

Onafhankelijkheid van politieke beïnvloeding

In artikel 108 van het Verdrag wordt voorzien in het belangrijke beginsel van de onafhankelijkheid van de centrale bank. Het is noch de ECB, noch de nationale centrale banken, noch enig lid van hun besluitvormende organen toegestaan bij de uitoefening van de bevoegdheden en het vervullen van de taken en plichten die aan hen zijn opgedragen, instructies te vragen dan wel te aanvaarden van instellingen of organen van de Gemeenschap, van regeringen van lidstaten of van enig

⁵ Dit besluit is aan alle lidstaten voorgelegd ter bekrachtiging conform de in de verschillende landen geldende grondwettelijke bepalingen.

ander orgaan. Ook de instellingen en organen van de Gemeenschap en de regeringen van de lidstaten moeten dit beginsel eerbiedigen en zich onthouden van pogingen tot beïnvloeding van de leden van de besluitvormende organen van de ECB.

Andere bepalingen die de onafhankelijkheid helpen waarborgen

Er zijn ook andere bepalingen die de onafhankelijkheid van het Eurosysteem en de besluitvormende organen van de ECB waarborgen. Zo zijn de financiën van de ECB gescheiden van die van de Europese Gemeenschap. De ECB heeft een eigen begroting en het kapitaal van de ECB is geplaatst bij en bijeengebracht door de nationale centrale banken van het eurogebied. Mede door de lange ambtstermijn van de leden van de Raad van Bestuur en de bepaling dat de leden van de Directie niet kunnen worden herbenoemd, is de mogelijkheid dat afzonderlijke leden van de besluitvormende organen van de ECB door de politiek worden beïnvloed tot een minimum teruggebracht. Daarnaast is de onafhankelijkheid van het Eurosysteem gewaarborgd door het in het Verdrag opgenomen verbod op het verlenen van centrale-bankkrediet aan de overheid (zie Kader 2.1).

Wisselkoersbeleid ook gericht op prijsstabiliteit

Het Verdrag bevat ook bepalingen die waarborgen dat bij het gemeenschappelijke wisselkoersbeleid het streven naar prijsstabiliteit in acht wordt genomen. Ofschoon het Verdrag stelt dat de verantwoordelijkheid voor besluiten ten aanzien van het wisselkoersbeleid wordt gedeeld door de Ecofin-Raad en de ECB, bepaalt het tevens dat het wisselkoersbeleid geheel in overeenstemming moet zijn met de hoofddoelstelling van het gemeenschappelijke monetaire beleid. Ten eerste wordt in artikel 4 van het Verdrag uitdrukkelijk gesteld dat het hoofddoel van zowel het gemeen-

schappelijke monetaire beleid als het wisselkoersbeleid is gelegen in handhaving van prijsstabiliteit. Ten tweede is, met betrekking tot het algehele kader waarin het wisselkoersbeleid wordt gevoerd, in het Verdrag bepaald dat besluiten op dit terrein geen afbreuk mogen doen aan de hoofddoelstelling. Ten slotte berust de bevoegdheid om tot valutamarkttransacties te besluiten en die uit te voeren geheel bij het Eurosysteem.

Verslagleggingsverplichtingen

Omwille van de legitimiteit moet een onafhankelijke centrale bank verantwoording afleggen aan de democratische instellingen en aan het publiek over de bij de vervulling van haar mandaat verrichte handelingen. Zonder afbreuk te doen aan de onafhankelijkheid van het Eurosysteem, voorziet artikel 15 van de Statuten van het ESCB voor de ECB in heldere verslagleggingsverplichtingen. De ECB moet elk kwartaal een verslag uitbrengen over de werkzaamheden van het Eurosysteem, en moet elke week een geconsolideerd financieel overzicht publiceren. Daarnaast moet de ECB een jaarverslag uitbrengen over de door haar uitgevoerde werkzaamheden en over het in het afgelopen en het lopende jaar gevoerde monetaire beleid. Het jaarverslag wordt gericht aan het Europees Parlement, de Raad van de EU, de Europese Commissie en de Europese Raad. Om een optimale doorzichtigheid te waarborgen heeft de ECB besloten verder te gaan dan door deze bepalingen wordt vereist (zie Hoofdstuk 3).

Bepalingen inzake de verantwoordingsplicht

Kader 1.1 De belangrijkste bepalingen uit het Verdrag en de Statuten van het ESCB

In dit Kader zijn enkele van de belangrijkste bepalingen uit het Verdrag en de Statuten van het ESCB samengebracht. De volledige juridische teksten zijn beschikbaar op www.eu.int en www.ecb.int.

1. UITTREKSELS UIT HET VERDRAG TOT OPRICHTING VAN DE EUROPESE GEMEENSCHAP

Artikel 2

De Gemeenschap heeft tot taak, door het instellen van een gemeenschappelijke markt en een economische en monetaire unie en door de uitvoering van het gemeenschappelijk beleid of de gemeenschappelijke activiteiten, bedoeld in de artikelen 3 en 4, het bevorderen van een harmonische, evenwichtige en duurzame ontwikkeling van de economische activiteit binnen de gehele Gemeenschap, een hoog niveau van werkgelegenheid en van sociale bescherming, de gelijkheid van mannen en vrouwen, een duurzame en niet-inflatoire groei, een hoge graad van concurrentievermogen en convergentie van economische prestaties, een hoog niveau van bescherming en verbetering van de kwaliteit van het milieu, een verbetering van de levensstandaard en van de kwaliteit van het bestaan, de economische en sociale samenhang en de solidariteit tussen de lidstaten.

Article 4

1. Teneinde de in artikel 2 genoemde doelstellingen te bereiken, omvat het optreden van de lidstaten en de Gemeenschap, onder de voorwaarden en volgens het tijdschema waarin dit Verdrag voorziet, de invoering van een economisch beleid dat gebaseerd is op de nauwe coördinatie van het economisch beleid van de lidstaten, op de interne markt en op de uitwerking van gemeenschappelijke doelstellingen en dat wordt gevoerd met inachtneming van het beginsel van een open markteconomie met vrije mededinging.
2. Gelijktijdig daarmee omvat dit optreden, onder de voorwaarden en volgens het tijdschema en de procedures waarin dit Verdrag voorziet, de onherroepelijke vaststelling van wisselkoersen, leidend tot de invoering van één munt, de Ecu, alsmede het bepalen en voeren van één monetair en wisselkoersbeleid, beide met als hoofddoel het handhaven van prijsstabiliteit en, onverminderd deze doelstelling, het ondersteunen van het algemene economische beleid in de Gemeenschap, met inachtneming van het beginsel van een openmarkteconomie met vrije mededinging.
3. Dit optreden van de lidstaten en van de Gemeenschap impliceert de naleving van de volgende grondbeginselen: stabiele prijzen, gezonde overheidsfinanciën en monetaire condities en een houdbare betalingsbalans.

Artikel 105

1. Het hoofddoel van het ESCB is het handhaven van prijsstabiliteit. Onverminderd het doel van prijsstabiliteit ondersteunt het ESCB het algemene economische beleid in de Gemeenschap teneinde bij te dragen tot de verwezenlijking van de in artikel 2 omschreven doelstellingen van de Gemeenschap. Het ESCB handelt in overeenstemming met het beginsel van een open markteconomie met vrije mededinging, waarbij een doelmatige allocatie van middelen wordt bevorderd, en met inachtneming van de beginselen die zijn neergelegd in artikel 4.

2. De via het ESCB uit te voeren fundamentele taken zijn:

- het bepalen en ten uitvoer leggen van het monetair beleid van de Gemeenschap;
- het verrichten van valutamarktoperaties in overeenstemming met de bepalingen van artikel 111;
- het aanhouden en beheren van de officiële externe reserves van de lidstaten;
- het bevorderen van een goede werking van het betalingsverkeer.

3. Het bepaalde in lid 2, derde streepje, laat het aanhouden en beheren van werksaldi in buitenlandse valuta's door de regeringen van de lidstaten onverlet.

4. De ECB wordt geraadpleegd:

- over elk voorstel voor een communautair besluit op de gebieden die onder haar bevoegdheid vallen;
- door de nationale autoriteiten over elk ontwerp van wettelijke bepaling op de gebieden die onder haar bevoegdheid vallen, doch binnen de grenzen en onder de voorwaarden die de Raad volgens de procedure van artikel 107, lid 6, vaststelt. De ECB kan advies uitbrengen aan de geëigende instellingen of organen van de Gemeenschap of aan nationale autoriteiten omtrent aangelegenheden op de gebieden die onder haar bevoegdheid vallen.

5. Het ESCB draagt bij tot een goede beleidsvoering van de bevoegde autoriteiten ten aanzien van het bedrijfseconomisch toezicht op kredietinstellingen en de stabiliteit van het financiële stelsel.

6. De Raad kan op voorstel van de Commissie en na raadpleging van de ECB en met instemming van het Europees Parlement met eenparigheid van stemmen besluiten aan de ECB specifieke taken op te dragen betreffende het beleid op het gebied van het bedrijfseconomisch toezicht op kredietinstellingen en andere financiële instellingen, met uitzondering van verzekeringsondernemingen.

Artikel 107

1. Het ESCB bestaat uit de ECB en de nationale centrale banken.

2. De ECB bezit rechtspersoonlijkheid.

3. Het ESCB wordt bestuurd door de besluitvormende organen van de ECB, te weten de Raad van bestuur en de directie. (...)

Artikel 108

Bij de uitoefening van de bevoegdheden en het vervullen van de taken en plichten die bij dit Verdrag en de statuten van het ESCB aan hen zijn opgedragen, is het noch de ECB, noch een nationale centrale bank, noch enig lid van hun besluitvormende organen toegestaan instructies te vragen aan dan wel te aanvaarden van instellingen of organen van de Gemeenschap, van regeringen van lidstaten of van enig ander orgaan. De instellingen en organen van de Gemeenschap alsmede de regeringen van de lidstaten verplichten zich ertoe dit beginsel te eerbiedigen en niet te trachten de leden van de besluitvormende organen van de ECB of van de nationale centrale banken bij de uitvoering van hun taken te beïnvloeden.

2. UITTREKSELS UIT PROTOCOL (NR. 18) BETREFFENDE DE STATUTEN VAN HET EUROPEES STELSEL VAN CENTRALE BANKEN EN VAN DE EUROPESE CENTRALE BANK

Artikel 12 (Verantwoordelijkheden van de besluitvormende organen)

1. De Raad van bestuur stelt de richtsnoeren vast en neemt de besluiten die nodig zijn voor het vervullen van de bij het Verdrag en deze Statuten aan het ESCB opgedragen taken. De Raad van bestuur formuleert het monetair beleid van de Gemeenschap, in voorkomend geval met inbegrip van besluiten met betrekking tot intermediaire monetaire doelstellingen, de belangrijkste rentetarieven en de liquiditeitsvoorziening in het ESCB, en stelt de nodige richtsnoeren op voor de uitvoering ervan. De Directie voert het monetair beleid uit overeenkomstig de richtsnoeren en besluiten van de Raad van bestuur en geeft daartoe de nodige instructies aan de nationale centrale banken. Tevens kunnen aan de Directie bij besluit van de Raad van bestuur bepaalde bevoegdheden worden gedelegeerd. De ECB doet, voor zover zulks mogelijk en passend wordt geacht en onverminderd het bepaalde in dit artikel, een beroep op de nationale centrale banken voor de uitvoering van tot de taken van het ESCB behorende operaties.

2. De Directie is verantwoordelijk voor de voorbereiding van de vergaderingen van de Raad van bestuur. (...)

Artikel 15 (Rapportageverplichtingen)

1. De ECB stelt, ten minste elk kwartaal, verslagen op over de werkzaamheden van het ESCB en maakt deze openbaar.

2. Wekelijks wordt een geconsolideerd financieel overzicht van het ESCB openbaar gemaakt.

3. Overeenkomstig artikel 113 van het Verdrag stelt de ECB een jaarverslag over de werkzaamheden van het ESCB en over het monetair beleid in het afgelopen jaar en het lopende jaar op voor het Europees Parlement, de Raad en de Commissie, alsmede voor de Europese Raad.

4. De in dit artikel bedoelde verslagen en overzichten worden aan belangstellenden gratis ter beschikking gesteld.

Artikel 17 (Rekeningen aangehouden bij de ECB en de nationale centrale banken)

Teneinde hun werkzaamheden te kunnen verrichten, zijn de ECB en de nationale centrale banken gerechtigd rekeningen te openen ten behoeve van kredietinstellingen, openbare lichamen en andere marktpartijen, en activa, waaronder girale effecten, in onderpand te aanvaarden.

Artikel 18 (Open-markt- en krediettransacties)

1. Om de doelstellingen van het ESCB te kunnen verwezenlijken en de taken ervan te kunnen vervullen, mogen de ECB en de nationale centrale banken:

- in de financiële markten opereren door aan- en verkoop, hetzij onvoorwaardelijk (contant en op termijn) hetzij onder beding van wederverkoop, respectievelijk wederaankoop, door het in lening geven of nemen van vorderingen en verhandelbaar papier, luidende in Gemeenschapsvaluta's of niet-Gemeenschapsvaluta's, evenals van edele metalen;
- krediettransacties verrichten met kredietinstellingen en andere marktpartijen, waarbij de verleende kredieten worden gedekt door toereikend onderpand.

2. De ECB stelt de algemene grondslagen vast voor door haarzelf of de nationale cen-

trale banken uit te voeren openmarkt- en krediettransacties, waaronder mede begrepen die voor de aankondiging van de voorwaarden waaronder zij bereid zijn dergelijke transacties aan te gaan.

Artikel 19 (Minimumreserves)

1. Behoudens artikel 2 kan de ECB eisen dat in de lidstaten gevestigde kredietinstellingen met het oog op de doelstellingen van het monetair beleid op rekeningen bij de ECB en nationale centrale banken bepaalde minimumreserves aanhouden. De Raad van bestuur kan voorschriften omtrent de berekening en vaststelling van de verplichtingen inzake minimumreserves vaststellen. Indien aan deze voorschriften niet wordt voldaan, is de ECB gerechtigd boeterente te heffen alsmede andere sancties met een vergelijkbaar effect op te leggen.

2. Voor de toepassing van dit artikel stelt de Raad volgens de procedure van artikel 42 de grondslag voor de minimumreserves en de maximaal toelaatbare ratio's tussen die reserves en hun grondslag vast, alsook passende sancties bij niet-naleving.

2 DE ECONOMISCHE EN FINANCIËLE STRUCTUUR VAN HET EUROGEBIED

Om prijsstabiliteit te kunnen nastreven is inzicht nodig in de factoren die ten grondslag liggen aan het prijsvormingsproces, met inbegrip van de monetaire-beleidstransmissie. In dit hoofdstuk wordt een overzicht gegeven van de belangrijkste kenmerken van de economische en financiële structuur van de economie van het eurogebied. Eerst worden de hoofdkenmerken van de reële economie besproken, waarbij de nadruk ligt op de samenstelling van de productie, demografische factoren, de belangrijkste kenmerken van de arbeidsmarkt, het begrotingsbeleid, en de handelsrelaties tussen het eurogebied en de rest van de wereld. Daarna worden de hoofdkenmerken van de financiële structuur uiteengezet aan de hand van een beschrijving van de geld- en kapitaalmarkten en de voornaamste daarop werkzame financiële instellingen, waarbij een onderscheid wordt gemaakt tussen monetaire financiële instellingen (MFI's) en overige financiële intermediairs

2.1 HOOFDKENMERKEN VAN DE REËLE ECONOMIE

Economie van het eurogebied op één na grootste ter wereld

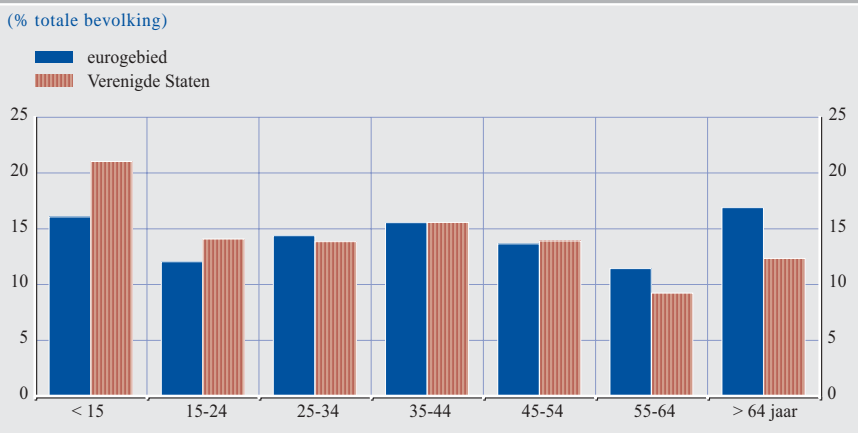
Hoewel de afzonderlijke landen die thans het eurogebied vormen kunnen worden beschouwd als betrekkelijk kleine open economieën, vormt het eurogebied als geheel een grote, veel meer gesloten economie. De structurele kenmerken van het eurogebied zijn daarom beter vergelijkbaar met die van de Verenigde Staten of Japan

dan met die van de afzonderlijke euro-landen. De macro-economische hoofdkenmerken van het eurogebied zijn te vinden in Tabel 2.1.

Afgemeten aan de bevolking is het eurogebied de grootste ontwikkelde economie ter wereld. In 2002 bedroeg de totale bevolking 308 miljoen mensen, iets meer dan in de Verenigde Staten en ruim twee maal zo veel als in Japan. In Grafiek 2.1 zijn de ver-

Bevolking

Grafiek 2.1 Uitsplitsing naar leeftijd van de totale bevolking, 2002



Bronnen: Eurostat en US Census Bureau.

Tabel 2.1 Belangrijkste kenmerken van de reële economie van het eurogebied, 2002

	Eenheid	Euro- gebied	Verenigde Staten	Japan
Bevolking ¹⁾	Miljoenen	307,8	287,5	127,3 ²⁾
Bbp (aandeel in mondiaal bbp) ³⁾	%	15,7	21,1	7,1
Bbp (per hoofd van de bevolking) ³⁾	EUR duizend	23,0	32,3	23,4 ²⁾
Productiesectoren ⁴⁾				
Landbouw, visserij, bosbouw	% bbp	2,3	1,3	1,3 ²⁾
Industrie (m.i.v. bouwnijverheid)	% bbp	27,4	21,6	29,4 ²⁾
Diensten (m.i.v. niet-marktgerichte dienstverlening)	% bbp	70,6	77,1	69,3 ²⁾
Werkloosheid (% beroepsbevolking)	%	8,4	5,8	5,4
Arbeidsparticipatie	%	68,2	76,4	72,7 ²⁾
Werkgelegenheid ⁵⁾	%	62,4	71,9	69,1 ²⁾
Overheid				
Begrotingsoverschot (+)/tekort (-)	% bbp	-2,2	-3,4	-6,7
Bruto schuld ⁶⁾	% bbp	69,2	59,2	154,4
Inkomsten	% bbp	46,1	30,8	33,5
waarvan directe belastingen	% bbp	12,2	12,8	9,1
waarvan indirecte belastingen	% bbp	13,4	7,7	8,5
waarvan sociale premies	% bbp	16,0	7,2	10,8
Uitgaven	% bbp	48,4	34,2	40,2
waarvan finale consumptie	% bbp	20,3	15,6	17,8
waarvan sociale uitkeringen	% bbp	17,0	12,1	10,7
Uitvoer van goederen ⁷⁾	% bbp	15,0	6,5	8,7 ²⁾
Uitvoer van goederen en diensten ⁷⁾	% bbp	19,7	9,3	10,7 ²⁾
Invoer van goederen ⁷⁾	% bbp	13,2	11,1	7,4 ²⁾
Invoer van goederen en diensten ⁷⁾	% bbp	17,7	13,3	10,1 ²⁾
Uitvoer (aandeel in mondiale uitvoer) ⁸⁾	%	31,2	12,4	5,8
Saldo lopende rekening ⁷⁾	% bbp	-0,3	-4,6	2,8

Bronnen: Eurostat, IMF, Europese Commissie, OESO, Reuters, ECB en berekeningen van de ECB.

Toelichting: Alle in de tabel opgenomen totalen voor het eurogebied zijn met inbegrip van Griekenland.

1) Eurogebied: jaargemiddelde; Verenigde Staten: medio 2002; Japan: 1 oktober.

2) De cijfers hebben betrekking op 2001.

3) De gegevens voor de Verenigde Staten en Japan zijn omgerekend in euro op basis van koopkrachtpariteit met gebruikmaking van gegevens van de OESO.

4) Op basis van reële toegevoegde waarde.

5) Aantal personen als percentage van de totale bevolking van 15 tot en met 64 jaar.

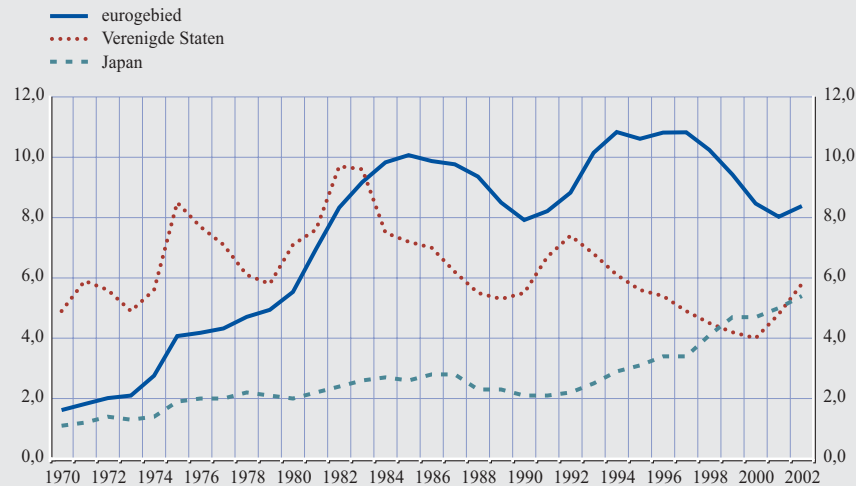
6) Eurogebied: bruto overheidsschuld zoals gedefinieerd in Raadsverordening (EG) nr. 3605/93.

7) Betalingsbalansgegevens; voor het eurogebied alleen de handel met landen buiten het eurogebied.

8) IMF World Economic Outlook; in het aandeel van het eurogebied in de mondiale uitvoer is ook de handel tussen de landen van het eurogebied onderling begrepen, die ongeveer 50% van de totale uitvoer van het eurogebied uitmaakt.

Grafiek 2.2 Werkloosheid in het eurogebied, de Verenigde Staten en Japan

(% beroepsbevolking; jaarcijfers)



Bron: Europese Commissie.

schillen in leeftijdsopbouw tussen de bevolking van het eurogebied en die van de Verenigde Staten te zien. Gemiddeld kennen de eurolanden een iets geringer percentage jongeren en een duidelijk hoger percentage ouderen dan de Verenigde Staten.

Aandeel in mondiaal bbp

In 2002 had het eurogebied een aandeel van 15,7% in het mondiale bbp (uitgedrukt in termen van koopkrachtpariteit), tegen 21,1% voor de Verenigde Staten en 7,1% voor Japan. De aandelen van de afzonderlijke eurolanden waren aanmerkelijk kleiner; de grootste economie binnen het eurogebied nam in 2002 4,4% van het mondiale bbp voor haar rekening.

Dienstensector heeft grootste aandeel in bbp eurogebied

Qua productiestructuur lijkt het eurogebied sterk op de Verenigde Staten en Japan. In al deze drie economieën neemt de dienstensector het leeuwendeel van de totale productie voor zijn rekening. Binnen de dienstensector doet zich echter een belangrijk verschil voor tussen de Verenigde Staten

en het eurogebied voor wat de aandelen van de overheid en de particuliere sector betreft. Het aandeel van de overheidsdiensten is in de Verenigde Staten betrekkelijk gering en in het eurogebied veel groter. In beide economieën en ook in Japan neemt de industriële sector het op één na grootste aandeel in de totale productie voor zijn rekening. Aangezien deze economieën hoogontwikkeld zijn is het aandeel van de landbouw, visserij en bosbouw in alle drie betrekkelijk gering.

2.2 ARBEIDSMARKT

In het eurogebied bereikte het werkloosheidspercentage – het aantal werklozen als percentage van de beroepsbevolking – in de jaren tachtig en negentig zeer hoge niveaus en is gemiddeld veel hoger dan in de Verenigde Staten (zie Grafiek 2.2). Hierin komen structurele verschillen tussen de Amerikaanse arbeidsmarkt en die in het eurogebied tot uiting, die hebben geleid tot een hoger niveau van de

Werkloosheid in eurogebied structureel hoger dan in Verenigde Staten

Tabel 2.2 Participatiegraad naar geslacht en leeftijdscategorie in het eurogebied en de Verenigde Staten, 2002

(% bevolking van 15 tot en met 64 jaar)

	Eurogebied			Verenigde Staten		
	mannen	vrouwen	totaal	mannen	vrouwen	totaal
Alle leeftijdscategorieën	77,5	58,8	68,2	83,0	70,1	76,4
15-24 ¹⁾	47,7	40,2	44,0	65,5	61,1	63,3
25-34	91,6	74,8	83,3	92,4	75,1	83,7
35-44	95,3	74,1	84,7	92,1	76,4	84,1
45-54	90,7	66,7	78,7	88,5	76,0	82,1
55-59	68,4	42,7	55,4	78,0	63,8	70,7
60-64	31,2	14,3	22,5	57,6	44,1	50,5

Bronnen: Eurostat en Bureau of Labor Statistics.

1) De gegevens voor de Verenigde Staten betreffen de leeftijdscategorie 16-24.

structurele werkloosheid in het eurogebied. In de jaren negentig zijn in de eurolanden in uiteenlopende mate hervormingen doorgevoerd waardoor de institutionele kenmerken van de arbeidsmarkten zijn veranderd. In sommige gevallen hebben deze hervormingen tot een belangrijke vermindering van de werkloosheid geleid. Desalniettemin blijven structurele starheden bestaan, waardoor het eurogebied nog steeds een hoog niveau van werkloosheid kent. In 2002 bedroeg het gemiddelde werkloosheidspercentage 8,4%, wat overeenkomt met rond 11,7 miljoen werklozen in het eurogebied als geheel.

opzichte van de Verenigde Staten is vooral het gevolg van de verschillen bij de jongste en de oudste leeftijdscategorie. In het algemeen nemen Europese jongeren in veel mindere mate deel aan het arbeidsproces dan Amerikaanse jongeren. Dit heeft mogelijk te maken met verschillen in tradities en in structuren binnen het onderwijs en de sociale zekerheid. Ook trekken de burgers in het eurogebied zich in het algemeen eerder terug uit het arbeidsproces dan die in de Verenigde Staten. De participatiegraad voor de leeftijdsgroep van 25 tot en met 44 jaar is daarentegen in het eurogebied en de Verenigde Staten globaal gelijk.

Participatiegraad in eurogebied betrekkelijk laag

Het is opmerkelijk dat, naast een betrekkelijk hoog werkloosheidspercentage, het eurogebied ook een betrekkelijk lage participatiegraad kent (zie Tabel 2.2). Hoewel het verschil in de loop van de tijd enigszins is afgenomen, was in 2002 de participatiegraad in het eurogebied (68,2%) nog steeds belangrijk lager dan die in de Verenigde Staten (76,4%). In 2002 bedroeg het verschil met de Verenigde Staten voor vrouwen rond 11 procentpunt, ongeveer twee keer zo veel als voor mannen. De lagere algehele participatiegraad in het eurogebied ten

In combinatie met het hogere werkloosheidscijfer resulteert de lagere participatiegraad in een veel lagere werkgelegenheidsgraad (het aantal werknemers als percentage van de bevolking in de leeftijd van 15 tot en met 64 jaar) in het eurogebied dan in de Verenigde Staten en Japan. In het eurogebied bedroeg de werkgelegenheidsgraad in 2002 iets meer dan 62%, tegen rond 70% in de Verenigde Staten en Japan (zie Tabel 2.1). Deze relatief lagere werkgelegenheidsgraad in het eurogebied is, tezamen met het lagere aantal gewerkte uren per werkende,

Werkgelegenheidsgraad in eurogebied ook betrekkelijk laag

één van de belangrijkste redenen waarom het bbp per hoofd van de bevolking lager is dan in de Verenigde Staten.

Structurele
starheden
kunnen
efficiëntie
arbeidsmarkt
belemmeren

De institutionele aspecten van de arbeidsmarkt, zoals wettelijke ontslagbescherming, uitkeringen bij werkloosheid, het loonvormingsproces en de op arbeid geheven belasting, spelen een belangrijke rol bij de economische ontwikkeling. Zo verminderen structurele starheden op de arbeidsmarkt het tempo waarmee de economie zich aan negatieve economische schokken aanpast. Structurele starheden worden dan ook daar aangetroffen waar het werkloosheidspercentage hardnekkig hoog is. Bovendien beperken starheden op de arbeidsmarkt het tempo waarmee de economie kan groeien zonder daarbij inflatoire druk op te roepen.

2.3 OVERHEID

Begrotings-
beleid van
invloed op
economie

Het begrotingsbeleid oefent een belangrijke invloed uit op de economische groei en de inflatie. Het is daarom van belang dat de monetaire autoriteiten de ontwikkelingen met betrekking tot het begrotingsbeleid op de voet volgen. Het begrotingsbeleid beïnvloedt de economie en de prijzen via een groot aantal kanalen. Bij dit proces vormen het niveau en de samenstelling van de overheidsbestedingen en -inkomsten, tezamen met het begrotingstekort en de overheidsschuld, de voornaamste variabelen.

Macro-
economische
stabiliteit vereist
gezond
begrotingsbeleid

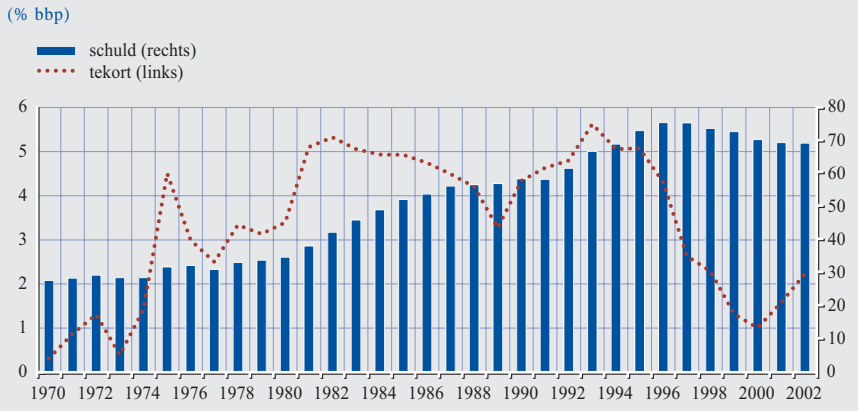
In de derde fase van de EMU blijft het begrotingsbeleid de verantwoordelijkheid van de lidstaten. Er is echter een aantal institutionele regelingen op het niveau van de EU die gezonde overheidsfinanciën moeten waarborgen (zie Kader 2.1). Met name de in

het Verdrag voorziene procedure bij buitensporige tekorten, die nader is uitgewerkt in het Pact voor Stabiliteit en Groei, strekt ertoe de risico's voor de prijsstabiliteit te beperken die anders uit het nationale begrotingsbeleid zouden kunnen voortvloeien. Een buitensporige toename van de overheidsbestedingen in een periode dat de economie reeds bijna op volle toeren draait zou bijvoorbeeld, door de totale vraag te stimuleren, kunnen leiden tot knelpunten en zo inflatoire druk oproepen. In het verleden werden perioden met een hoge inflatie veelal gekenmerkt door begrotingsonevenwichtigheden in de vorm van aanzienlijke begrotingstekorten en een toenemende overheidsschuld. Begrotingsdiscipline is derhalve van fundamenteel belang voor macro-economische stabiliteit. Naast een onevenwichtige begroting kan ook een hoge overheidsschuld schadelijke effecten hebben. Als de overheid jaarlijks hoge bedragen aan rente moet betalen, kan de begrotingspositie onhoudbaar worden, waardoor de prijsstabiliteit in gevaar komt. Ook een hoog schuldniveau kan de reële economie en het financiële klimaat aantasten. Als de overheid een buitensporig beroep doet op de kapitaalmarkt wordt kapitaal duur, waardoor de particuliere investeringen worden verdrongen. Gezien de gevaren die gepaard gaan met begrotingsonevenwichtigheden, is de verplichting tot het vermijden van buitensporige tekorten van groot belang voor het waarborgen van een begrotingsbeleid dat bijdraagt tot algehele macro-economische stabiliteit.

In het eurogebied neemt de totale overheid (dat wil zeggen de centrale overheid, de deelstaatoverheid, de lagere overheid en de sociale zekerheid tezamen) een groter deel van de

Betrekkelijk
groot aandeel
overheids-
uitgaven in bbp
eurogebied ...

Grafiek 2.3 Overheidstekort en -schuld in het eurogebied



Bronnen: Europese Commissie, OESO en berekeningen van de ECB.

Toelichting: In de gegevens met betrekking tot het tekort zijn de opbrengsten van de veilingen van UMTS-licenties, die met name in 2000 van belang waren (1,1% bbp), niet begrepen.

economie voor haar rekening dan in de Verenigde Staten of Japan. In 2002 bedroegen de overheidsuitgaven in het eurogebied 48% bbp, terwijl de inkomsten van de totale overheid op 46% bbp uitkwamen. In de Verenigde Staten daarentegen bedroegen de overheidsuitgaven rond 34% bbp en de inkomsten rond 31%. In Japan kwamen de overheidsuitgaven in 2002 uit op rond 40% bbp en de inkomsten op 34% bbp, hetgeen wijst op een fors overheidstekort (zie Tabel 2.1).

Het betrekkelijk grote aandeel van de overheidsuitgaven in het bbp in het eurogebied is met name het gevolg van zowel een hoge overheidsconsumptie als hoge overdrachtsuitgaven aan huishoudens. Bovenvermelde verschillen tussen de landen worden deels veroorzaakt door een verschillende verdeling van functies tussen de particuliere sector en de overheid. Gezien de kenmerken van het stelsel van sociale zekerheid in Europa draagt ook de leeftijdsopbouw van de bevolking van het eurogebied bij aan het hoge niveau van de overheidsuitgaven. Zoals in Grafiek 2.1 is aangegeven, is

de bevolking van het eurogebied gemiddeld genomen ouder dan die van de Verenigde Staten, hetgeen gevolgen heeft voor de uitgaven aan pensioenen en gezondheidszorg. Tenzij in de betrokken lidstaten hervormingen worden doorgevoerd, zal de situatie in de toekomst verslechteren als gevolg van de vergrijzing.

Met betrekking tot de structuur van de overheidsinkomsten kan worden gesteld dat in het eurogebied de sociale premies van veel groter belang zijn dan in de Verenigde Staten en Japan. Bovendien worden in het eurogebied meer indirecte belastingen geheven, terwijl in de Verenigde Staten de nadruk sterker ligt op directe belastingen.

Gedurende de gehele periode 1970-2002 zijn in het eurogebied de overheidsuitgaven hoger geweest dan de overheidsinkomsten. Derhalve heeft de overheidsbegroting elk jaar een tekort laten zien. In 1993 was het tekort tot bijna 6,0% bbp gestegen, om daarna geleidelijk af te nemen tot 1,0% bbp in 2000 (zie Grafiek 2.3). Vervolgens zijn de overheidsfinanciën

Overheids-inkomsten

Begrotings-tekort

... gevolg van hoge overheidsconsumptie en overdrachtsuitgaven aan huishoudens

in het eurogebied weer verslechterd, waardoor het tekort is opgelopen tot 2,2% bbp in 2002, waarbij in sommige landen zelfs de in het Verdrag vastgelegde referentiewaarde van 3% bbp wordt overschreden (zie Kader 2.1).

De bruto overheidsschuld in het eurogebied als geheel bereikte in 1996/97

een hoogtepunt van 75,4% bbp, na gedurende de twee voorgaande decennia snel te zijn gestegen. Daarna is de bruto schuld bij voortdurende afgenomen, tot 69,2% bbp in 2002. In dat jaar lag, met 59% bbp, de bruto overheidsschuld in de Verenigde Staten op een iets lager niveau, terwijl die in Japan op 154% uitkwam.

Kader 2.1 **Institutionele regelingen op het niveau van de EU ten behoeve van gezonde overheidsfinanciën**

Ofschoon het Verdrag voorziet in een gemeenschappelijk monetair beleid, blijft de verantwoordelijkheid voor het overige economische beleid (dat wil zeggen het begrotingsbeleid en het structuurbeleid) bij de nationale autoriteiten berusten. Het Verdrag stelt echter dat “de lidstaten (...) hun economisch beleid (beschouwen) als een aan gelegenheid van gemeenschappelijk belang” (artikel 99 van het Verdrag).

Daarnaast bevat het Verdrag een aantal bepalingen die, gezien het feit dat het begrotingsbeleid de verantwoordelijkheid van de nationale regeringen blijft, erop zijn gericht gezonde overheidsfinanciën in de derde fase van de EMU te waarborgen. Eén daarvan is de buitensporige-tekortprocedure, zoals uiteengezet in artikel 104 en in een aan het Verdrag gehecht protocol. Deze procedure voorziet in de voorwaarden waaraan een begrotingspositie moet voldoen om als gezond te worden aangemerkt. In artikel 104 wordt het volgende gesteld: “De lidstaten vermijden buitensporige overheidstekorten.” Of een lidstaat aan deze bepaling voldoet wordt vastgesteld op grond van een referentiewaarde voor het overheidstekort in verhouding tot het bbp van 3%, en een referentiewaarde voor de overheidsschuld in verhouding tot het bbp van 60%. Onder bepaalde in het Verdrag vastgelegde en in het Pact voor Stabiliteit en Groei nader uitgewerkte voorwaarden, zoals een daling van het reële bbp met tenminste 2% per jaar, kan een tekort of een schuld boven de referentiewaarde zijn toegestaan en niet worden beschouwd als zijnde buitensporig. Indien de Raad van de EU besluit dat in een bepaald land een buitensporig tekort bestaat, dan voorziet de buitensporige-tekortprocedure in nadere maatregelen, waaronder sancties.

Het in 1997 overeengekomen Pact voor Stabiliteit en Groei vormt een aanvulling op en een nadere uitwerking van de buitensporige-tekortprocedure. Het Pact bestaat uit een Resolutie van de Europese Raad, de “Verordening van de Raad over versterking van het toezicht op begrotingssituaties en het toezicht op en de coördinatie van het economische beleid” en de “Verordening van de Raad over de bespoediging en verduidelijking van de tenuitvoerlegging van de procedure bij buitensporige tekorten”. Door met het Pact in te stemmen hebben de lidstaten zich ertoe verplicht op de middellange termijn te streven naar een begrotingspositie “van nabij evenwicht of in overschot”. De bedoeling is dat zij dan de invloed van de normale conjuncturele schommelingen op de begroting kunnen opvangen zonder de referentiewaarde van 3% bbp te overschrijden.

In het kader van het multilaterale toezicht zijn de eurolanden verplicht stabiliteitsprogramma's in te dienen bij de Raad van de EU en de Europese Commissie. De niet aan het eurogebied deelnemende lidstaten moeten convergentieprogramma's indienen. Op basis van de in deze stabiliteits- en convergentieprogramma's vervatte informatie kan worden bepaald of en, zo ja welke, begrotingsaanpassingen op de middellange termijn moeten worden aangebracht om een begrotingspositie van nabij evenwicht of in overschot te bereiken.

Een essentiële aanvulling op deze procedures om een op stabiliteit gericht begrotingsbeleid te bevorderen is de in het Verdrag vervatte, zogeheten *no bail-out*-clausule. Artikel 103, lid 1, van het Verdrag luidt: "De Gemeenschap is niet aansprakelijk voor de verbintenissen van centrale overheden, regionale, lokale of andere overheden, andere publiekrechtelijke lichamen of openbare bedrijven van de lidstaten en neemt deze verbintenissen niet over (...). De lidstaten zijn niet aansprakelijk voor de verbintenissen van centrale overheden, regionale, lokale of andere overheden, andere publiekrechtelijke lichamen of openbare bedrijven van een andere lidstaat en nemen deze verbintenissen niet over (...)." Krachtens deze bepaling blijft de verantwoordelijkheid voor de aflossing van de overheidsschuld bij de nationale autoriteiten berusten, waardoor de landen worden gestimuleerd op het nationale niveau een behoedzaam begrotingsbeleid te voeren.

Andere bepalingen die bijdragen tot begrotingsdiscipline bestaan uit het verbod op de monetaire financiering van begrotingstekorten en het verbod op enige vorm van bevoorrechte toegang van de overheidssector tot financiële instellingen. Krachtens artikel 101 van het Verdrag is het de ECB en de nationale centrale banken verboden monetaire financiering te verschaffen voor overheidstekorten door middel van "het verlenen van voorschotten in rekening-courant of andere kredietfaciliteiten". Artikel 102 van het Verdrag verbiedt enige maatregel waardoor door overheden en instellingen of organen van de Gemeenschap bevoorrechte toegang tot financiële instellingen zou worden verkregen. Deze bepalingen vormen niet slechts een extra aansporing om te streven naar gezonde overheidsfinanciën en een behoedzaam begrotingsbeleid, maar dragen tevens bij tot de geloofwaardigheid van het gemeenschappelijke, op prijsstabiliteit gerichte monetaire beleid.

Het Verdrag stelt voorts dat de Raad van de EU – op aanbeveling van de Europese Commissie – jaarlijks globale richtsnoeren voor het economische beleid opstelt. Deze richtsnoeren vormen een kader voor de vaststelling van de doelstellingen en de koers van het door de lidstaten en de Europese Gemeenschap te voeren economische beleid. Aangezien alle lidstaten met globaal dezelfde problemen en economische-beleidsdilemma's worden geconfronteerd, wordt in de globale richtsnoeren een aantal algemene oriëntatiepunten uiteengezet die voor alle lidstaten gelden. Daarnaast bevatten de globale richtsnoeren ook aanbevelingen die voor specifieke landen gelden, waarmee recht wordt gedaan aan de verschillen tussen de landen qua economische prestaties en vooruitzichten, alsook structuren en instellingen. Overeenkomstig het Verdrag wordt in de globale richtsnoeren de onafhankelijkheid van het Eurosysteem bij het nastreven van de voornaamste doelstelling, het handhaven van prijsstabiliteit, volledig in acht genomen en wordt niet gepoogd het door haar gevoerde monetaire beleid te beïnvloeden.

Tabel 2.3 De externe goederenhandel van het eurogebied, 2002

(% totaal)	Uitvoer	Invoer
Totaal	100	100
<i>waarvan:</i>		
Outillage en transportmiddelen	45,8	36,5
Chemische producten	14,8	10,0
Grondstoffen	1,8	4,5
Energie	2,1	13,7
Voedings- en genotmiddelen	6,0	6,0
Overige fabrikaten	26,4	26,0
Overige	3,1	3,3

Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

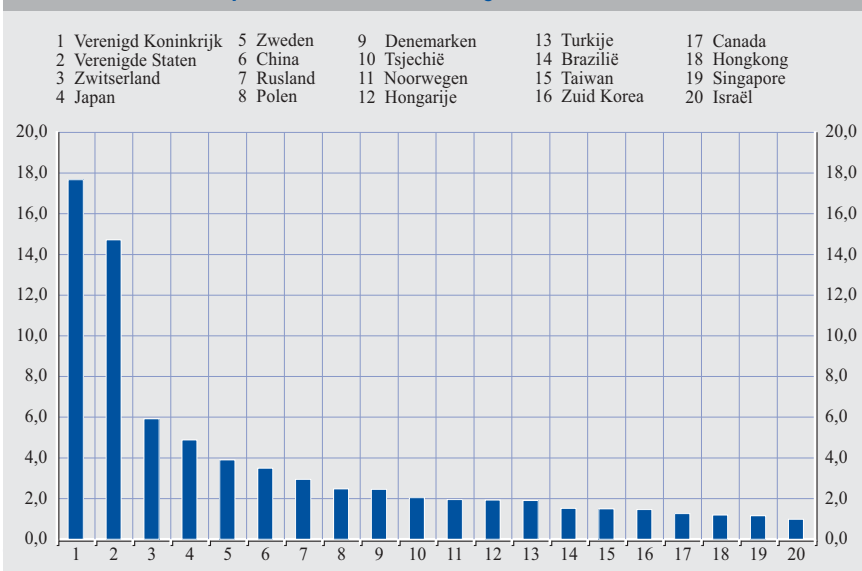
2.4 DE HANDEL MET LANDEN BUITEN HET EUROGEBIED

Economie eurogebied veel minder open dan afzonderlijke eurolanden

Hoewel bepaald niet ongevoelig voor de mondiale economische ontwikkelingen, is de economie van het eurogebied veel minder open dan die van de afzonderlijke eurolanden. Hierdoor wordt de invloed van economische ontwikkelingen elders beperkt, hetgeen

met name geldt voor de invloed van de prijzen elders op de binnenlandse prijzen in het eurogebied. Het eurogebied is echter nog wel opener dan de Verenigde Staten of Japan. Afgemeten aan het bbp, was in 2002 in het eurogebied zowel de invoer als de uitvoer van goederen en diensten belangrijker hoger dan in de Verenigde Staten en Japan (zie Tabel 2.1).

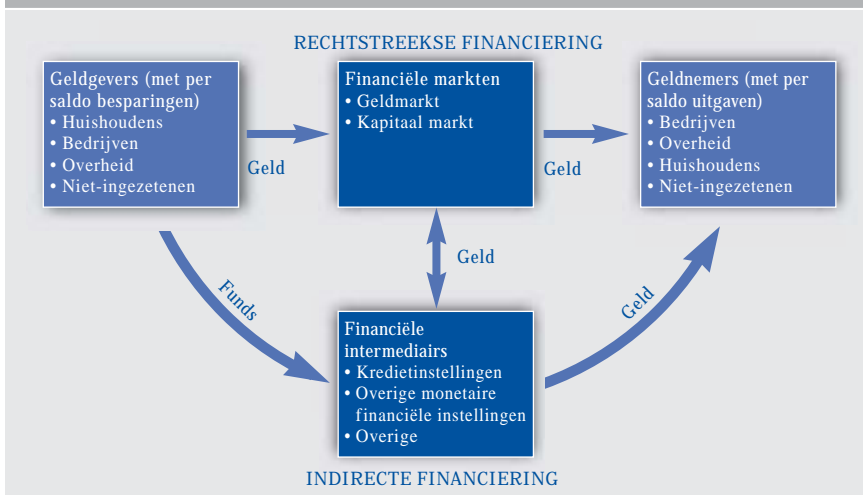
Grafiek 2.4 Handelsgewichten¹⁾ van de twintig belangrijkste handelspartners van het eurogebied



Bron: Berekeningen van de ECB op basis van handelsgegevens van Eurostat.

1) De handelsgewichten zijn de som van de in- en uitvoer als percentage van de totale in- en uitvoer van het eurogebied en zijn gemiddelden voor de periode 1996-2002.

Grafiek 2.5 De functies van het financiële stelsel



Goederen
belangrijkst bij
buitenhandel
eurogebied

Met betrekking tot de samenstelling van de handel blijkt dat de goederenhandel rond drie kwart van zowel de invoer als de uitvoer van het eurogebied voor zijn rekening neemt. Outillage en transportmiddelen maakten in 2002 bijna de helft uit van alle uitgevoerde goederen, en vormden ook de grootste categorie binnen de goederenimport in het eurogebied (zie Tabel 2.3). De tweede plaats werd ingenomen door overige fabrikaten, met ongeveer hetzelfde aandeel bij zowel de in- als de uitvoer. In 2002 maakten chemische producten 14,8% van de goederenimport uit, maar slechts 10,0% van de import, terwijl het aandeel van grondstoffen en energie bij de import aanzienlijk groter was dan bij de uitvoer. Dit geeft aan dat per saldo het eurogebied in het algemeen grondstoffen en halffabrikaten importeert en bewerkte goederen uitvoert. Dit weerspiegelt dan weer de internationale arbeidsverdeling en de grondstoffensituatie in het eurogebied.

Geografische
uitsplitsing
buitenhandel
eurogebied

Uit de geografische uitsplitsing van de buitenlandhandel blijkt dat het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten de twee belangrijkste handelspartners van

het eurogebied zijn. Op basis van de gemiddelde handelsstromen gedurende de periode 1996-2002 bedraagt hun gezamenlijke handelsgewicht ruim 30% (zie Grafiek 2.4). Ze worden gevolgd door Zwitserland, Japan en Zweden, met handelsgewichten van respectievelijk 5,9%, 4,9% en 3,9%. Als naar regio's wordt gekeken blijkt dat het blok van de tot de EU toetredende landen 8,5% van de buitenlandhandel van het eurogebied voor zijn rekening nam, terwijl dat voor het blok bestaande uit China en de rest van Azië (met uitzondering van Japan) iets meer dan 13% was

2.5 FINANCIËLE STRUCTUUR

Het financiële stelsel vervult de essentiële economische functie van het doorsluizen van geld van diegenen die per saldo sparen (d.w.z. minder uitgeven dan zij verdienen) naar diegenen die per saldo uitgeven (d.w.z. die meer willen uitgeven dan zij verdienen). Anders gezegd is het zo dat het financiële stelsel het mogelijk maakt dat diegenen die per saldo sparen geld kunnen lenen aan diegenen die per

Indirecte en
directe
financiering

saldo uitgeven. De functies van het financiële stelsel zijn schematisch weergegeven in Grafiek 2.5. De belangrijkste geldgevers zijn gewoonlijk huishoudens, maar ook bedrijven, de overheid en niet-ingezetenen hebben soms geld over en zetten dat vervolgens uit. Omgekeerd zijn de belangrijkste geldnemers bedrijven en de overheid, maar ook huishoudens en niet-ingezetenen moeten soms geld lenen om hun aankopen te financieren.

Middelen stromen via twee kanalen van geldgevers naar geldnemers. In het geval van directe financiering, ook wel financiering via de markt genoemd (bovenin Grafiek 2.5 weergegeven), lenen geldnemers rechtstreeks van geldgevers op de financiële markten door de verkoop van financiële instrumenten, ook wel effecten geheten (zoals schuldbewijzen en aandelen), die een vordering op de toekomstige inkomsten of activa van de geldnemer belichamen. Wordt in dit proces ook een rol gespeeld door financiële intermediairs, dan spreekt men van indirecte of bancaire financiering (zie onderaan Grafiek 2.5). Financiële intermediairs worden onderscheiden in kredietinstellingen, overige monetaire financiële instellingen (MFI's) en overige financiële intermediairs.

Binnen het financiële stelsel vormen de financiële markten en de financiële intermediairs geen gescheiden eenheden, maar zijn zij in hoge mate onderling verbonden. Zo zijn er middelenstromen in beide richtingen tussen directe en indirecte financiering (zie het middelste deel van Grafiek 2.5). Als financiële intermediairs schuldbewijzen en aandelen uitgeven om hun werkzaamheden te financieren, dan stromen middelen van de markten naar

de banken. Als bijvoorbeeld financiële intermediairs voor hun eigen beleggingen of in het kader van een geldmarktfonds door de overheid of door bedrijven uitgegeven effecten kopen, dan stromen de middelen van de banken naar de markten. Een ander voorbeeld van de onderlinge verwevenheid tussen de financiële markten en de financiële intermediairs is het feit dat niet-financiële vennootschappen bij de uitgifte van effecten vaak afhankelijk zijn van overbruggingsfinanciering – tijdelijke leningen om de periode te overbruggen tot de gelden uit de effectenemissie beschikbaar komen – en adviezen van financiële intermediairs.

Voordat nader wordt ingegaan op de financiële markten waar de directe financiering plaatsvindt en op de financiële intermediairs die zich met indirecte financiering bezighouden, geeft Tabel 2.4 een overzicht van de per ultimo 2002 uitstaande bedragen van de belangrijkste financiële activa en passiva van de niet-financiële sectoren in het eurogebied. De uitstaande financiële activa en passiva vormen de “standen” in het kader van de financiële kwartaalrekeningen.

De belangrijkste in Tabel 2.4 opgenomen financiële activa beliepen per ultimo 2002 € 14.689 miljard (rond 208% van het jaarlijkse bbp van het eurogebied). Effecten en aandelen vormden hiervan bijna twee vijfde deel, evenals chartaal geld en deposito's. Verzekeringstechnische reserves, d.w.z. de door pensioenfondsen, verzekeringsinstellingen en niet-financiële vennootschappen getroffen voorzieningen om aan de vorderingen van polishouders te kunnen voldoen, vertegenwoordigden het resterende één vijfde deel.

Belangrijkste
financiële activa
en passiva van
de niet-financiële
sectoren

**Tabel 2.4 Beleggingen en financiering van de niet-financiële sectoren
sectoren in het eurogebied. ultimo 2002 ¹⁾**

(uitstaande bedragen)	EUR miljard	%
Diverse financiële activa		
Totaal	14.689	100,0
Chartaal geld en deposito's	5.633	38,3
Chartaal geld	341	2,3
Deposito's	5.292	36,0
aangehouden bij MFI's in het eurogebied	5.101	34,7
aangehouden bij niet-MFI's	191	1,3
Effecten m.u.v. aandelen	2.071	14,1
Kortlopend	255	1,7
Langlopend	1.816	12,4
Aandelen ²⁾	3.479	23,7
Genoteerde aandelen	1.777	12,1
Aandelen in beleggingsfondsen	1.702	11,6
waarvan aandelen in geldmarktfondsen	308	2,1
Verzekeringstechnische reserves	3.506	23,9
Netto aandeel huishoudens in reserves levensverzekeringsinstellingen en pensioenfondsen	3.168	21,6
Vooruitbetaalde verzekeringspremies en reserves voor uitstaande vorderingen	338	2,3

Bron: ECB.

1) De niet-financiële sectoren omvatten de overheid, niet-financiële vennootschappen en huishoudens, met inbegrip van instellingen zonder winstoogmerk ten behoeve van huishoudens.

2) Met uitzondering van niet-genoteerde aandelen.

3) Waaronder instellingen zonder winstoogmerk ten behoeve van huishoudens.

Tabel 2.4 (vervolg)

Diverse financiële passiva	EUR miljard	%
Totaal	15.557	100,0
Leningen	8.066	51,8
a) opgenomen bij:		
MFI's in het eurogebied	7.131	45,8
overige financiële intermediairs	935	6,0
b) verstrekt aan:		
overheid	884	5,7
kortlopend	61	0,4
langlopend	824	5,3
niet-financiële vennootschappen	3.598	23,1
kortlopend	1.173	7,5
langlopend	2.425	15,6
huishoudens ³⁾	3.584	23,0
kortlopend	289	1,9
langlopend	3.295	21,2
Effecten m.u.v. aandelen	4.656	29,9
Overheid	4.125	26,5
kortlopend	480	3,1
langlopend	3.644	23,4
Niet-financiële vennootschappen	531	3,4
kortlopend	140	0,9
langlopend	391	2,5
Genoteerde aandelen		
uitgegeven door niet-financiële vennootschappen	2.396	15,4
Deposito's		
passiva van centrale overheid	188	1,2
Pensioenreserves		
van niet-financiële vennootschappen	251	1,6

De belangrijkste in Tabel 2.4 opgenomen passiva bedroegen per ultimo 2002 € 15.557 miljard (220% bbp). Effecten, met inbegrip van beursgenoteerde aandelen, maakten rond 45% uit van de financieringsbronnen van de niet-financiële sectoren, en leningen ruim de helft. Het merendeel van de financiering (bijna 86% van de passiva) had een looptijd van meer dan één jaar.

2.6 FINANCIËLE MARKTEN

In deze paragraaf worden de hoofdkenmerken van de geldmarkt, van de markt voor schuldpapier en van de aandelenmarkt in het eurogebied beschreven. In Kader 2.2 worden de belangrijkste begrippen met betrekking tot de financiële markten uiteengezet.

De geldmarkt

Integratie
geldmarkt

De geldmarkt speelt een uiterst belangrijke rol bij de transmissie van monetaire-beleidsbesluiten, omdat wijzigingen in de monetaire-beleidsinstrumenten het eerst de geldmarkt beïnvloeden (zie Hoofdstuk 4). Een diepe en geïntegreerde geldmarkt is een eerste voorwaarde voor een doelmatig monetair beleid, omdat daardoor een evenwichtige verdeling van de door de centrale bank verschafte liquiditeiten en een homogeen niveau van de korte rente binnen het muntgebied worden gewaarborgd. In het eurogebied is vrijwel onmiddellijk vanaf de aanvang van de derde fase van de EMU aan deze voorwaarde voldaan, en zijn de nationale geldmarkten met succes geïntegreerd tot een het gehele eurogebied omvattende, doelmatige geldmarkt.

Rol betalings-
systemen

De snelle integratie van de geldmarkt van het eurogebied is ook gestimuleerd door de ontwikkelingen binnen de betalingssysteeminfrastructuur, met name

de ingebruikneming van TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer), dat een soepele afwikkeling van grensoverschrijdende betalingen mogelijk maakt. Binnen het TARGET-systeem zijn de “real-time” bruto-vereveningssystemen van de nationale centrale banken van de landen van de EU en het betalingsmechanisme van de ECB aan elkaar gekoppeld. De verantwoordelijkheid voor TARGET ligt bij de Raad van Bestuur van de ECB.

De geldmarkt van het eurogebied kent diverse segmenten. De belangrijkste daarvan is de markt voor blanco krediet, d.w.z. krediet zonder onderpand. Aangezien deze markt vooral voorziet in de liquiditeitsbehoeften van de banken, bestaan de transacties zonder onderpand in hoofdzaak uit kredieten tot de volgende ochtend. Er zijn twee belangrijke referentierentevoeten voor dit geldmarktsegment, te weten de EONIA (euro overnight index average) en de EURIBOR (euro interbank offered rate) voor kredieten met een looptijd van één dag tot één jaar.

Geldmarkt-
segmenten voor
transacties
zonder
onderpand

Andere belangrijke segmenten van de geldmarkt worden gevormd door de repo-markt en de markt voor deviezen-swaps. Op deze markten wordt alleen geleend tegen onderpand. Het belang van de repo-markt varieert binnen het eurogebied van land tot land. Repo's en deviezen-swaps hebben meestal een looptijd van maximaal één maand.

Geldmarkt-
segmenten voor
transacties
tegen
onderpand

Naast de eerdergenoemde segmenten kent de geldmarkt van het eurogebied ook segmenten waarop derivaten worden verhandeld, waarvan die voor renteswaps en futures de belangrijkste zijn. Op deze markten worden vooral EONIA-swaps en EURIBOR-futures verhandeld.

Markten voor
derivaten

Kader 2.2 Financiële markten: kernbegrippen

De financiële markten kunnen worden ingedeeld naar een aantal criteria op basis waarvan verschillende essentiële kenmerken van deze markten tot uiting komen. Een van die criteria is of de financiële transactie een eerste aankoop van uitgegeven effecten betreft of een transactie tussen houders van effecten (primaire en secundaire markt). De secundaire markt kan op twee manieren zijn georganiseerd. De secundaire handel kan plaatsvinden via effectenbeurzen, waar kopers en verkopers van effecten elkaar op een centrale locatie treffen. Maar effecten hoeven niet ter beurse verhandeld te worden; er bestaat ook een zogeheten *over-the-counter* markt, waarbij op verschillende locaties gevestigde handelaren met een voorraad effecten aan- en verkopen verrichten met een ieder die hun koersen accepteert.

Ook kan een onderscheid worden gemaakt naar de oorspronkelijke looptijd van het financiële contract, waarbij in het algemeen een scheiding wordt aangebracht tussen oorspronkelijke looptijden van minder dan één jaar en die van één jaar of meer (geldmarkt en kapitaalmarkt). De geldmarkt verschilt enigszins van andere financiële markten in die zin dat deze een grootschalige interbancaire markt is waar geweldige bedragen omgaan. Bovendien kan het Eurosysteem, via de uitgevoerde monetaire-beleids-transacties, de geldmarktverhoudingen beïnvloeden (zie Hoofdstuk 4). De ECB is de enige verstrekker van centrale-bankgeld en kan derhalve de voorwaarden bepalen waaronder kredietinstellingen in het eurogebied zich herfinancieren. Dat is dan weer van invloed op de voorwaarden waaronder kredietinstellingen en andere marktdeelnemers transacties in de geldmarkt van het eurogebied uitvoeren.

Ten slotte wordt vaak ook onderscheid gemaakt naar de vorm van het financiële instrument (aandelenmarkt en markt voor schuldbewijzen). Het belangrijkste verschil tussen aandelen en schuldbewijzen is dat aandelen niet behoeven te worden afgelost, terwijl schuldbewijzen een financiële vordering belichamen die gewoonlijk wel moet worden afgelost (in vaste bedragen tegen een bepaalde rentevoet).

Een belangrijke categorie financiële instrumenten wordt gevormd door derivaten. De waarde van derivaten wordt afgeleid van onderliggende effectenkoersen, rentevoeten, wisselkoersen, marktindices of grondstoffenprijzen. Derivaten omvatten voornamelijk futures, opties, swaps en rentetermijncontracten. De houder van een call(put)optie heeft bijvoorbeeld het recht, maar niet de plicht, een financieel instrument (zoals een obligatie of een aandeel) op een afgesproken tijdstip in de toekomst tegen een afgesproken koers te kopen (verkopen). Door verschillende vormen derivaten te combineren is een groot aantal derivatencontracten tot ontwikkeling gekomen. De derivatenmarkten bevorderen het functioneren van de financiële markten omdat zij de prijsvorming en de allocatie van financiële risico's verbeteren.

Ontwikkeling
geldmarkt
januari 1999 –
juni 2003

Van de verschillende segmenten van de geldmarkt in het eurogebied is die voor transacties zonder onderpand van meet af aan gekenmerkt geweest door een hoge mate van activiteit en liquiditeit. De repo-markt heeft zich in 1999 en

2000 daarentegen betrekkelijk langzaam ontwikkeld, maar heeft vervolgens een zeer snelle groei doorgemaakt en heeft in 2002 zelfs een hogere omzet geboekt dan het segment voor transacties zonder onderpand. Als de

Tabel 2.5 Uitstaande bedragen aan in euro luidende kortlopende schuldbewijzen uitgegeven door ingezetenen van het eurogebied

(ultimocijfers, EUR miljard; (% bbp))						
	1990	1995	1998	2000	2001	2002
Totaal	475 (11,6)	607 (11,4)	533 (9,1)	578 (9,0)	612 (8,9)	696 (9,9)
MFI's	104 (2,6)	168 (3,2)	165 (2,8)	243 (3,8)	241 (3,5)	281 (4,0)
Niet-monetaire financiële vennootschappen	4 (0,1)	10 (0,2)	9 (0,2)	5 (0,1)	3 (0,0)	4 (0,1)
Niet-financiële vennootschappen	44 (1,1)	34 (0,6)	46 (0,8)	86 (1,3)	96 (1,4)	85 (1,2)
Overheid	322 (7,9)	396 (7,5)	313 (5,3)	244 (3,8)	272 (4,0)	325 (4,6)

Bron: ECB.

derivatenmarkt buiten beschouwing wordt gelaten, namen transacties zonder onderpand in 2002 37% van de totale omzet op de geldmarkt voor hun rekening, en repo's ongeveer 46%. De mate van integratie van de repo-markt is de afgelopen jaren toegenomen en indicatoren wijzen op een verhoogd niveau van grensoverschrijdende transacties naarmate tegenpartijen steeds meer gebruik maken van onderpand uit andere eurolanden. Ondanks deze voortgang wordt de volledige ontwikkeling van een het gehele eurogebied omspannende repo-markt nog steeds belemmerd door een aantal technische factoren, zoals verschillen in wetgeving, documentatie, vereveningsstandaarden en marktusances. Van de derivatensegmenten heeft die voor EONIA-swaps zich sinds 1999 het snelst ontwikkeld. Deze zeer actieve, diepe en liquide markt kent buiten het eurogebied geen tegenhanger.

De markt voor schuldbewijzen

De geldmarkt in ruimere zin omvat ook de markt voor kortlopende effecten. Ultimo 2002 bedroeg het uitstaande bedrag aan in euro luidende door inge-

zeten van het eurogebied uitgegeven kortlopende schuldbewijzen bijna 10% bbp, iets minder dan in 1990 (zie Tabel 2.5). In de tussenliggende twaalf jaar is het relatieve belang van de verschillende emittenten echter wel aanzienlijk veranderd. In 1990 was de overheid de grootste emittent (bijna 70% van de totale markt), terwijl in 2002 het uitstaande bedrag aan in euro luidende, door de particuliere sector, en met name MFI's, uitgegeven kortlopende schuldbewijzen iets groter was dan dat aan door de overheid uitgegeven kortlopende schuldbewijzen (53% tegen 47%).

Van meer belang zijn de in euro luidende, door ingezetenen van het eurogebied uitgegeven langlopende schuldbewijzen. Ultimo 2002 was het uitstaande bedrag aan deze schuldbewijzen gelijk aan rond 96% bbp, tegen rond 57% bbp per ultimo 1990 (zie Tabel 2.6). Qua volume is de overheid (dat wil zeggen de centrale overheid en de overige overheid) de belangrijkste emittent van langlopende schuldbewijzen. Ultimo 2002 kwam het uitstaande bedrag aan in euro luidende, door de

... in
vergelijking met
langlopende
schuldbewijzen

Geringer relatief
belang van in
euro luidende
kortlopende
schuldbewijzen ...

Tabel 2.6 Uitstaande bedragen aan in euro luidende langlopende schuldbewijzen uitgegeven door ingezetenen van het eurogebied

(ultimocijfers, EUR miljard;(% bbp)						
	1990	1995	1998	2000	2001	2002
Totaal	2.307 (56,5)	4.129 (77,8)	5.088 (86,5)	5.903 (91,5)	6.410 (93,7)	6.751 (95,6)
MFI's	961 (23,5)	1.467 (27,6)	1.850 (31,4)	2.178 (33,7)	2.324 (34,0)	2.402 (34,0)
Niet-monetaire financiële vennootschappen	54 (1,3)	83 (1,6)	121 (2,1)	254 (3,9)	365 (5,3)	472 (6,7)
Niet-financiële vennootschappen	152 (3,7)	224 (4,2)	221 (3,8)	287 (4,5)	350 (5,1)	380 (5,4)
Overheid	1.140 (27,9)	2.354 (44,3)	2.896 (49,2)	3.183 (49,3)	3.370 (49,3)	3.497 (49,5)

Bron: ECB.

overheid uitgegeven langlopende schuldbewijzen uit op ruim 50% van het totale uitgegeven bedrag. De qua volume op één na belangrijkste categorie emittenten werd, met in 2002 36% van het markt totaal, gevormd door de MFI's. Het uitstaande bedrag aan in euro luidende, door niet-financiële vennootschappen en niet-monetaire financiële vennootschappen uitgegeven langlopende schuldbewijzen vormde ultimo 2002 ongeveer 13% van het markt totaal. Een groot deel van de groei bij laatstgenoemde categorie heeft zich sinds de aanvang van de derde fase van de EMU voltrokken en komt met name voor rekening van niet-monetaire financiële vennootschappen. De emissies door deze vennootschappen zijn geconcentreerd in enkele landen waar het belastingregime het mogelijk maakt via zogeheten *special purpose vehicles* (SPV's) en andere financieringsondernemingen voordelig middelen aan te trekken op de markt voor bedrijfsobligaties.

In het eurogebied wordt minder gefinancierd door uitgifte van schuldbewijzen dan in de Verenigde Staten en Japan. Ultimo 2002 kwam het uit-

staande bedrag in het eurogebied uit op 105% bbp, tegen 154% bbp in de Verenigde Staten en 160% bbp in Japan (zie Tabel 2.7). Het hoge niveau in Japan is vooral het gevolg van de sterke groei van de uitgiften van overheidsschuld gedurende een lange periode van zwakke economische groei sinds begin jaren negentig. Het uitstaande bedrag aan door niet-financiële vennootschappen uitgegeven schuldbewijzen kwam eind 2002 in het eurogebied uit op rond 7% bbp, en in de Verenigde Staten en Japan op respectievelijk rond 23% en 18% bbp.

Ondanks de belangrijke groei van de markt voor schuldbewijzen in het eurogebied zijn sommige marktsegmenten, zoals die voor schuld papier met een lage *credit rating* of zonder *rating*, nog betrekkelijk onderontwikkeld gebleven. Vergeleken met de Verenigde Staten beschikten slechts betrekkelijk weinig ondernemingen in het eurogebied in 2002 over een *credit rating*, waardoor de toegang tot de markt voor bedrijfsobligaties werd beperkt.

Sommige marktsegmenten voor schuldbewijzen in eurogebied nog weinig ontwikkeld

Financiering via schuldbewijzen in eurogebied gering vergeleken met Verenigde Staten

Tabel 2.7 Uitstaande bedragen aan in de nationale valuta luidende schuldbewijzen uitgegeven door ingezetenen van het eurogebied, de Verenigde Staten en Japan, ultimo 2002

(% bbp)	Totaal	Uitgegeven door financiële vennootschappen	Uitgegeven door niet-financiële vennootschappen	Uitgegeven door overheid
Eurogebied	105,4	44,7	6,6	54,1
Verenigde Staten	153,7	88,1	22,8	42,8
Japan	160,1	27,5	17,9	114,8

Bron: ECB en BIS.

De aandelenmarkt

Kapitalisatiegraad aandelenmarkt eurogebied stijgt ...

Een veel gebruikte indicator van het belang van de aandelenmarkt is de kapitalisatiegraad, uitgedrukt als percentage van het bbp. De kapitalisatiegraad van de aandelenmarkt in het eurogebied is tussen ultimo 1990 en ultimo 2002 toegenomen van 21% bbp tot 47% bbp (zie Tabel 2.8). Zoals uit Tabel 2.8 blijkt, was de kapitalisatiegraad van de aandelenmarkt per ultimo 2000 zelfs 87% bbp. Deze sterke schommelingen zijn veroorzaakt door een periode van sterke koersstijgingen tot begin 2000, die werd gevolgd door een belangrijke daling.

1990 tot 58% bbp in 2002 (in hoofdzaak als gevolg van sterke dalingen van de aandelenkoersen in deze periode).

Een andere indicatie van het toenemende belang van de aandelenmarkt in het eurogebied wordt verschaft door de statistieken met betrekking tot het aantal beursgenoteerde ondernemingen. In het eurogebied is dit aantal gestegen van 4.276 per eind 1990 tot 6.271 per eind 2002 (zie Tabel 2.9). Het aantal beursgenoteerde ondernemingen in de Verenigde Staten en Japan bedroeg per ultimo 2002 respectievelijk 6.586 en 2.153.

Steeds meer beursgenoteerde ondernemingen in eurogebied

... maar is nog steeds lager dan in Verenigde Staten

De totale kapitalisatiegraad van de aandelenmarkt in het eurogebied is nog steeds aanzienlijk geringer dan die in de Verenigde Staten en het verschil is zelfs opgelopen van ongeveer 30 procentpunt bbp in 1990 tot ongeveer 60 in 2002. In Japan daarentegen is de kapitalisatiegraad van de aandelenmarkt teruggelopen van 90% bbp in

Sinds de invoering van de euro is een groot aantal initiatieven ontplooid, gericht op de vorming van allianties tussen of op fusies van effectenbeurzen in verschillende eurolanden. Ook lijken de deelnemers aan de aandelenmarkten die economische factoren die op het gehele eurogebied betrekking hebben steeds meer in hun beschou-

Toenemende integratie aandelenmarkten in eurogebied

Tabel 2.8 Kapitalisatiegraad van de aandelenbeurzen in het eurogebied, de Verenigde Staten en Japan

(ultimocijfers, % bbp)	1990	1995	1998	2000	2001	2002
Eurogebied	21	28	76	87	72	47
Verenigde Staten	53	92	141	153	136	104
Japan	90	73	54	67	56	58

Bron: World Federation of Exchanges.

Tabel 2.9 Aantal beursgenoteerde binnenlandse en buitenlandse bedrijven in het eurogebied, de Verenigde Staten en Japan

(ultimocijfers)						
	1990	1995	1998	2000	2001	2002
Eurogebied	4.276	5.106	4.546	5.516	6.357	6.271
Verenigde Staten	6.765	8.160	8.449	7.851	7.069	6.586
Japan	1.752	1.791	1.890	2.096	2.141	2.153

Bron: World Federation of Exchanges.

wingen te betrekken. Een duidelijke indicatie van de toenemende integratie van de aandelenmarkten in het eurogebied is de brede oriëntatie op een reeks aandelenmarktindices die het gehele eurogebied bestrijken, zoals de Dow Jones EURO STOXX-index.

2.7 FINANCIËLE INTERMEDIARIS

Kredietinstellingen en monetaire financiële instellingen (MFI's)

Definitie kredietinstellingen en MFI's

De belangrijkste financiële intermediairs in het eurogebied zijn de kredietinstellingen. Kredietinstellingen zijn gedefinieerd in twee Coördinatie-richtlijnen voor het bankwezen⁶ en zijn in de gehele EU onderhevig aan dezelfde toezichtnormen. Kredietinstellingen zijn de tegenpartijen bij de monetaire-beleidstransacties van het Eurosysteem (zie Hoofdstuk 4). Omdat zij krediet verlenen aan huishoudens en bedrijven, onder meer op basis van krediet dat zij weer van de centrale bank ontvangen, zijn zij van essentieel belang voor de transmissie van monetaire-beleidsimpulsen aan de economie (zie Hoofdstuk 3). De term “monetaire financiële instelling” is ingevoerd

omdat een toenemend aantal niet-kredietinstellingen, met name geldmarktfondsen⁷, activiteiten ontplooit en producten aanbiedt die van oudsher aan banken waren voorbehouden.

Per ultimo 2002 maakten kredietinstellingen 81% van alle MFI's in het eurogebied uit (zie Tabel 2.10). De op één na grootste categorie MFI's bestond uit de geldmarktfondsen. Eind 2002 waren in het eurogebied 8.544 MFI's werkzaam. Hierin is ook een groot aantal spaarbanken en coöperatief georganiseerde banken – die meestal slechts op plaatselijk niveau opereren – alsmede gespecialiseerde kredietinstellingen in verschillende landen begrepen. In de periode 1998-2002 is het aantal MFI's aanzienlijk gedaald als gevolg van het aanhoudende consolidatieproces binnen het Europese bankwezen. De tendens naar consolidatie binnen de sector kredietinstellingen vormt een reactie op de veranderende marktverhoudingen als gevolg van een aantal factoren, zoals de technologische vooruitgang, deregulering, liberalisering en globalisering. Deze ontwikkelingen zijn waarschijnlijk

Aantal MFI's afgenomen door financiële consolidatie

⁶ Een “kredietinstelling” is elke instelling die valt onder de definitie van artikel 1, lid 1, van 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, zoals gewijzigd bij Richtlijn 2000/28/EG van het Europees Parlement en de Raad van 18 september 2000, te weten “een onderneming waarvan de werkzaamheden bestaan in het van het publiek in ontvangst nemen van deposito's of van andere terugbetaalbare gelden en het verlenen van kredieten voor eigen rekening”. Zie de Lijst van Termen.

⁷ Geldmarktfondsen worden gedefinieerd als instellingen voor collectieve belegging in effecten waarvan de rechten van deelneming qua liquiditeit nauwe substituten vormen voor deposito's en die voornamelijk beleggen in geldmarktinstrumenten en/of andere overdraagbare schuldbewijzen met een resterende looptijd tot en met één jaar, en/of in bancaire deposito's, en/of een rendement bieden dat de rente op geldmarktinstrumenten benadert.

Tabel 2.10 Aantal monetaire financiële instellingen in het eurogebied

(ultimocijfers)	1998	2000	2001	2002
Kredietinstellingen	8.320	7.464	7.218	6.906
Geldmarktfondsen	1.516	1.604	1.631	1.620
Centrale banken en andere instellingen	20	20	19	18
Alle MFI's	9.856	9.088	8.868	8.544

Bron: ECB.

ook gestimuleerd door de invoering van de euro en de daarmee samenhangende grotere doorzichtigheid over de nationale grenzen heen.

omtrent de integratie van de verschillende financiële stelsels en omtrent het belang van de interbancaire markt. De geconsolideerde balans van de MFI-sector wordt verkregen door de op de geaggregeerde balans opgenomen posities tussen de MFI's onderling te salderen. De geconsolideerde balans vormt de basis voor de regelmatige analyse van de monetaire ontwikkelingen en de kredietverlening in het eurogebied, waaronder de analyse van de monetaire aggregaten (zie Kader 2.3).

Grafiek 2.7 laat de samenstelling zien van de geconsolideerde balans van de MFI's in het eurogebied (waaronder het Eurosysteem) per ultimo 2002. Van de totale passiva bestond 45% uit deposito's; andere belangrijke passiefposten waren externe passiva en schuldbewijzen, die respectievelijk 19% en 13% van de totale passiva van

Geaggregeerde en geconsolideerde balans van de MFI's

De ECB en de nationale centrale banken verzamelen maand- en kwartaalstatistieken bij de MFI's in het eurogebied en stellen zowel een geaggregeerde als een geconsolideerde balans op van de MFI-sector in het eurogebied. Op de geaggregeerde balans van de MFI-sector worden de geharmoniseerde balansen van alle in het eurogebied gevestigde MFI's getotaliseerd. De geaggregeerde balans omvat informatie over de bruto posities tussen de MFI's onderling. In deze balans zijn ook de grensoverschrijdende posities tussen de MFI's opgenomen, zowel binnen het eurogebied als ten opzichte van de rest van de wereld. Deze informatie is van nut voor een oordeel

Deposito's en leningen belangrijkste posten op balans MFI-sector

Kader 2.3 De monetaire aggregaten

Het uitgangspunt voor de definities van de monetaire aggregaten van het eurogebied wordt gevormd door de geconsolideerde balans van de MFI-sector. In het algemeen hangt de definitie van een monetair aggregaat in hoge mate af van het gebruik dat van dat aggregaat wordt gemaakt. Aangezien veel verschillende financiële activa uitwisselbaar zijn, en de aard en de kenmerken van financiële activa, transacties en betaalmiddelen in de tijd variëren, is niet altijd duidelijk hoe geld moet worden gedefinieerd en welke financiële activa tot een bepaald geldbegrip behoren. Daarom definiëren centrale banken meestal een aantal monetaire aggregaten en volgen zij de ontwikkeling daarvan.

De door de ECB gehanteerde definities van de monetaire aggregaten van het eurogebied zijn gebaseerd op geharmoniseerde definities van de geldscheppende en de geldaanhoudende sector, alsook op geharmoniseerde categorieën passiva van de MFI-sector. De geldscheppende sector omvat de in het eurogebied gevestigde MFI's. De geld-

Tabel 2.11 Definities van de monetaire aggregaten in het eurogebied

Passiva ¹⁾	M1	M2	M3
Chartale geldomloop	X	X	X
Girale deposito's	X	X	X
Deposito's met een vaste looptijd tot en met twee jaar	X	X	
Deposito's met een opzegtermijn tot en met drie maanden		X	X
Repo's			X
Aandelen/participaties in geldmarktfondsen			X
Schuldbewijzen met een looptijd tot en met twee jaar		X	

Bron: ECB.

1) Monetaire passiva van MFI's en de centrale overheid (postkantoren, schatkist) ten opzichte van niet tot de MFI-sector behorende ingezetenen van het eurogebied, met uitzondering van de centrale overheid.

aanhoudende sector omvat alle in het eurogebied gevestigde niet-MFI's, met uitzondering van de centrale overheid. Hoewel de centrale overheid niet wordt beschouwd als onderdeel van de geldscheppende sector, worden die passiva van de centrale overheid die monetair van aard zijn (zoals door huishoudens bij postkantoren aangehouden deposito's) in de definitie van de monetaire aggregaten als speciale post opgenomen omdat zij een zeer hoge mate van liquiditeit vertonen.¹⁾

Op basis van conceptuele overwegingen en empirisch onderzoek, en in overeenstemming met de internationale usance, heeft het Eurosysteem een eng (M1), een "intermediair" (M2) en een ruim (M3) monetair aggregaat gedefinieerd. Deze aggregaten verschillen met betrekking tot de mate van liquiditeit (beoordeeld op basis van criteria ter zake van overdraagbaarheid, omwisselbaarheid, prijszekerheid en verhandelbaarheid) van de erin begrepen activa. De definities van de monetaire aggregaten van het eurogebied zijn opgenomen in Tabel 2.11.

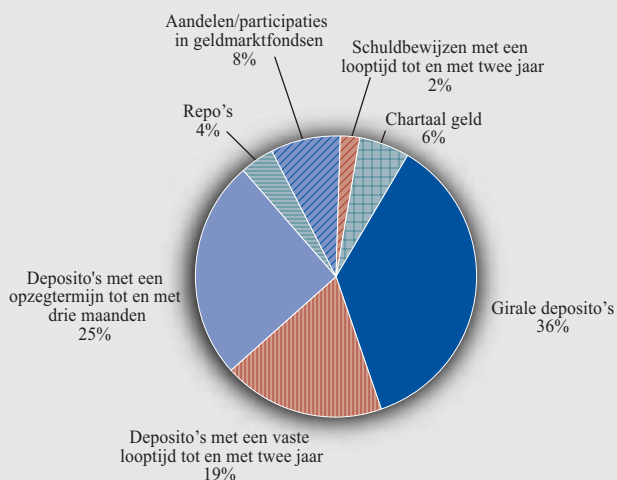
M1 omvat chartaal geld, dat wil zeggen bankbiljetten en munten, en girale deposito's. Deze deposito's kunnen onmiddellijk in chartaal geld worden omgezet of voor girale betalingen worden gebruikt.

M2 omvat M1 alsmede deposito's met een vaste looptijd tot en met twee jaar of met een opzegtermijn tot en met drie maanden. Deze deposito's kunnen worden omgezet in componenten van M1, maar mogelijk met enkele beperkingen, zoals een opzegtermijn, een boete of kosten.

M3 omvat M2 en bepaalde verhandelbare, door in het eurogebied gevestigde MFI's uitgegeven instrumenten. Deze verhandelbare instrumenten zijn repo's, aandelen/participaties in geldmarktfondsen en schuldbewijzen met een looptijd tot en met twee jaar (waaronder geldmarktpapier). Door de hoge mate van liquiditeit en prijszekerheid vormen deze instrumenten nauwe substituten voor deposito's. Doordat deze instrumenten in het ruime monetaire aggregaat zijn begrepen, wordt dit aggregaat minder beïnvloed door substitutie tussen de diverse categorieën liquide activa en is het stabielere dan de engere geldbegrippen (zie ook Hoofdstuk 3).

¹⁾ Door de centrale overheid bij de MFI-sector aangehouden deposito's zijn niet opgenomen, omdat de centrale overheid niet tot de geldaanhoudende sector behoort aangezien het aangehouden geld niet in nauw verband staat met uitgavenplannen.

Grafiek 2.6 Procentuele aandelen van de componenten van M3, ultimo 2002



Bron: ECB.

De door ingezetenen van het eurogebied aangehouden, in vreemde valuta luidende, liquide activa kunnen nauwe substituten vormen voor in euro's luidende activa. Daarom omvatten de monetaire aggregaten ook dergelijke activa wanneer deze worden aangehouden bij in het eurogebied gevestigde MFI's.

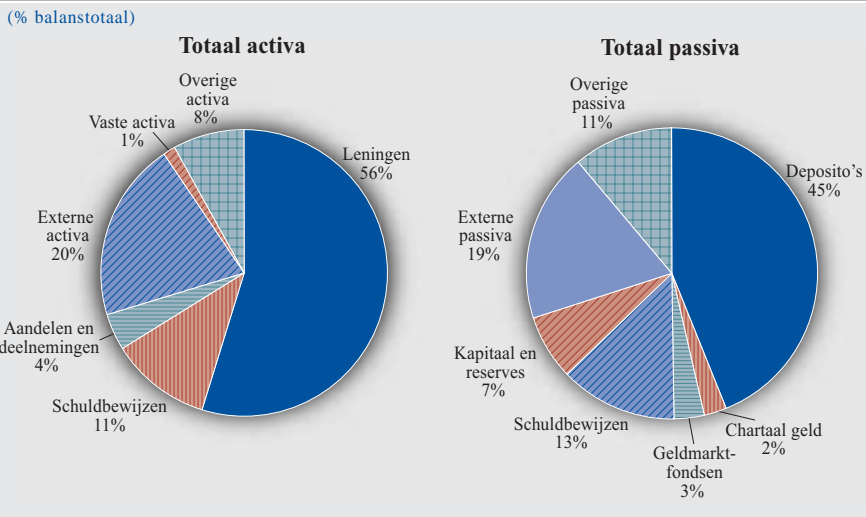
Aangezien de door de ECB gehanteerde definities van de monetaire aggregaten alleen passiva van de in het eurogebied gevestigde MFI's ten opzichte van ingezetenen van het eurogebied omvatten, zijn door niet-ingezetenen aangehouden (i) kortlopende deposito's bij MFI's in het eurogebied, (ii) door in het eurogebied gevestigde geldmarktfondsen uitgegeven aandelen/participaties, en (iii) door in het eurogebied gevestigde MFI's uitgegeven schuldbewijzen met een looptijd tot en met twee jaar, niet inbegrepen. De chartale geldomloop is in zijn geheel in de monetaire aggregaten opgenomen, ongeacht of deze wordt aangehouden door ingezetenen of niet-ingezetenen van het eurogebied, gezien de problemen die gepaard gaan met het verkrijgen van precieze en actuele gegevens omtrent de door niet-ingezetenen aangehouden bankbiljetten en munten.

In Grafiek 2.6 zijn de aandelen te zien van de componenten van M3 in december 2002. Girale deposito's namen het grootste deel voor hun rekening, te weten 36% van M3. Deposito's met een opzegtermijn tot en met drie maanden maakten 25% uit van M3, en deposito's met een vaste looptijd tot en met twee jaar 19%. Aandelen/participaties in geldmarktfondsen bedroegen 8% van M3 en de chartale geldomloop nam 6% van M3 voor zijn rekening. Ten slotte maakten repo's en schuldbewijzen met een oorspronkelijke looptijd tot en met twee jaar respectievelijk 4% en 2% van M3 uit.

de MFI's uitmaakten. Bij de activa werd de grootste post gevormd door leningen (56% per ultimo 2002). Externe activa vormden 20% van de

totale activa van de MFI's, terwijl kredietverlening in de vorm van schuldbewijzen, aandelen en deelnemingen 15% uitmaakte.

Grafiek 2.7 Samenstelling van de geconsolideerde balans van de MFI's in het eurogebied (met inbegrip van het Eurosysteem), ultimo 2002



Bron: ECB.

Bancaire deposito's en leningen in het eurogebied, de Verenigde Staten en Japan

Per ultimo 2002 kwamen de bancaire deposito's in het eurogebied uit op 81% bbp (zie Tabel 2.12). Dit was meer dan in de Verenigde Staten (44% bbp) maar minder dan in Japan (119% bbp). Tezelfdertijd bedroeg het totaal aan bancaire leningen in het eurogebied 108% bbp, terwijl voor de Verenigde Staten en Japan dit totaal respectievelijk 51% en 101% bedroeg. Deze cijfers geven aan hoe belangrijk de door de banken verzorgde financiële intermediatie in het eurogebied is, met name in vergelijking met de situatie in de Verenigde Staten.

In zowel het eurogebied als de Ver-

enigde Staten bedroegen de bancaire leningen aan niet-financiële vennootschappen per ultimo 2002 rond 40% bbp. In Japan was dit daarentegen 64% bbp. Dit illustreert het belang van de kapitaalmarkten bij beslissingen omtrent de bedrijfsfinanciering in het eurogebied en de Verenigde Staten, terwijl in Japan de niet-financiële bedrijvensector verhoudingsgewijs een groter beroep doet op bankleningen als financieringsbron.

Overige financiële intermediairs

Niet alleen MFI's, maar ook andere financiële intermediairs, zoals verzekeringinstellingen en pensioen-

Nog steeds bescheiden rol voor niet-MFI's

Tabel 2.12 Bancaire deposito's en leningen in het eurogebied, de Verenigde Staten en Japan, ultimo 2002

(% bbp)	Bancaire deposito's	Bancaire leningen	Bancaire leningen aan niet-financiële vennootschappen
Eurogebied	81,3	107,9	42,1
Verenigde Staten	44,0	51,2	39,3
Japan	118,8	101,0	63,9

Bronnen: ECB, Fed en Bank van Japan.

fondsen, financierings- en trustmaatschappijen, beleggingsfondsen, handelaren in effecten en derivaten, en financiële vennootschappen, houden zich bezig met indirecte kredietverlening aan de overheid en de particuliere sector. Deze overige intermediairs verschillen met name van kredietinstellingen doordat zich aan de passiefzijde van hun balans geen deposito's bevinden. De beschikbare ramingen duiden erop dat deze overige financiële intermediairs in de jaren negentig in toenemende mate activiteiten hebben ontplooid, maar dat zij in verhouding tot de MFI's nog steeds een geringe rol spelen. Ultimo 2002 bedroegen de activa van de verzekeringsinstellingen, beleggingsfondsen en pensioenfondsen in het eurogebied 90% bbp, en die van de MFI's 267% bbp. Desalniettemin heeft het totale bedrag van de activa van deze overige financiële intermediairs in het eurogebied een aanzienlijke stijging vertoond, met name sinds het eind van de jaren negentig.

3 DE MONETAIRE-BELEIDSSTRATEGIE VAN DE ECB

In dit hoofdstuk wordt de monetaire-beleidsstrategie van de ECB uiteengezet, dat wil zeggen de wijze waarop de ECB haar hoofddoelstelling – het handhaven van prijsstabiliteit – nastreeft. In de eerste paragraaf wordt ingegaan op de redenen waarom deze doelstelling aan het monetaire beleid is toegekend. In de tweede paragraaf wordt een samenvatting gegeven van de belangrijkste kenmerken van de transmissie van het monetaire beleid (d.w.z. de wijze waarop het monetaire beleid de prijsontwikkeling beïnvloedt) en worden de gevolgen daarvan voor de monetaire-beleidsvoering besproken. In de laatste paragraaf worden de belangrijkste elementen van de door de ECB gehanteerde strategie nader uiteengezet.

3.1 DE ROL VAN HET MONETAIRE BELEID EN DE VOORDELEN VAN PRIJSSTABILITEIT

Wat het monetaire beleid wel en niet vermag

De wijze waarop het monetaire beleid de economie beïnvloedt kan als volgt worden beschreven. De centrale bank is als enige bevoegd bankbiljetten uit te geven en bancaire reserves te verstrekken; anders gezegd heeft de centrale bank het monopolie op het verstrekken van basisgeld. Uit hoofde hiervan is de centrale bank in staat de geldmarktverhoudingen te beïnvloeden en de korte rente te sturen.

Op de korte termijn wordt door een door de centrale bank teweeggebrachte verandering in de geldmarktrente een aantal mechanismen in werking gezet en een aantal handelingen van de deelnemers aan het economische verkeer op gang gebracht die uiteindelijk de ontwikkeling van economische grootheden als de productie of de prijzen beïnvloeden. Dit proces – dat bekend staat als het monetaire-transmissiemechanisme – is complex van aard en, hoewel het in grote lijnen bekend is, bestaat er geen volledig en algemeen aanvaard beeld van alle aspecten die daarbij een rol spelen.

Economen zijn het er echter wel over eens dat op de lange termijn, d.w.z. nadat alle aanpassingen in de economie hun beloop hebben gehad, een verandering in de geldhoeveelheid binnen de economie (*ceteris paribus*) een verandering in het algemene prijspeil tot gevolg heeft en niet van invloed is op reële grootheden, zoals de reële productie of de werkloosheid. Een verandering in de hoeveelheid geld die in omloop is betekent uiteindelijk dat de rekeneenheid (en derhalve het algemene prijspeil) verandert waarbij alle andere grootheden ongewijzigd blijven, net zoals een wijziging in de eenheid voor het meten van afstanden (zoals een overgang van kilometers op mijlen) de werkelijke afstand tussen twee plaatsen niet beïnvloedt.

Dit algemene beginsel, dat bekend staat als de “neutraliteit van geld op de lange termijn”, vormt de grondslag van het gangbare macro-economische denken en van de theoretische kaders die daarbij worden gebruikt. Het reële inkomen of het niveau van de werkgelegenheid binnen de economie worden op de lange termijn in wezen bepaald door reële factoren aan de aanbodzijde van de economie. Dat zijn de technologische vooruitgang, de

Op de lange termijn beïnvloeden veranderingen in de geldhoeveelheid het algemene prijspeil ...

Door het aanbod van basisgeld te beheersen ...

... kan de centrale bank de economische ontwikkelingen beïnvloeden

... maar niet het niveau van het reële inkomen of de werkgelegenheid

bevolkingsgroei, de voorkeuren van de deelnemers aan het economische verkeer en alle aspecten van het institutionele kader van de economie (zoals eigendomsrechten, het belastingbeleid, de sociale zekerheid en andere regelingen die van invloed zijn op de flexibiliteit van de markten en op de prikkels tot het beschikbaar stellen van arbeid en kapitaal en tot het investeren in menselijk kapitaal).

Uiteindelijk is inflatie een monetair verschijnsel

Op de lange termijn kan de centrale bank de economische groei niet beïnvloeden door de geldhoeveelheid aan te passen. In dit verband wordt wel gesteld dat inflatie uiteindelijk een monetair verschijnsel is. Het is inderdaad zo dat lange perioden met een hoge inflatie in het verleden altijd gepaard zijn gegaan met een hoge geldgroei. Hoewel andere factoren (zoals schommelingen in de totale vraag, technologische veranderingen of prijsschokken bij grondstoffen) van invloed kunnen zijn op de prijsontwikkeling op de korte termijn, kan deze invloed in de loop van de tijd worden gecompenseerd door een zekere mate van aanpassing van de geldhoeveelheid. In deze zin is het voor de centrale bank mogelijk prijs- of inflatietendensen op de langere termijn te beheersen.

Prijsstabiliteit versterkt het groeipotentieel van de economie

Voor de nauwe samenhang tussen de geldgroei en de inflatie binnen de economie en de neutraliteit van het monetaire beleid op de lange termijn is in een groot aantal economische studies voor verschillende perioden en verschillende landen bevestiging gevonden. Tegelijkertijd heeft zowel empirisch als theoretisch onderzoek aangetoond dat de kosten van inflatie (en deflatie) aanzienlijk zijn en wordt thans breed erkend dat prijsstabiliteit bijdraagt aan de economische welvaart

en aan het groeipotentieel van de economie.

De voordelen van prijsstabiliteit

De doelstelling van prijsstabiliteit heeft betrekking op het algemene prijspeil binnen de economie en betekent dat zowel langdurige inflatie als deflatie moeten worden vermeden. Er zijn verschillende wijzen waarop prijsstabiliteit kan bijdragen tot een hoog niveau van economische bedrijvigheid en werkgelegenheid.

Ten eerste is het in een situatie van prijsstabiliteit voor de burgers gemakkelijker om veranderingen in relatieve prijzen waar te nemen omdat deze dan niet door schommelingen in het algemene prijspeil worden verhuld. Daardoor zullen bedrijven en consumenten veranderingen in het algemene prijspeil niet opvatten als veranderingen in relatieve prijzen en zijn zij beter in staat goed gefundeerde consumptie- en investeringsbeslissingen te nemen. Dit resulteert dan weer in een betere allocatie van middelen op de markt. Doordat de beschikbare middelen aldus voor de meeste productieve doeleinden worden gebruikt, wordt de welvaart van de burgers en daarmee het productiepotentieel van de economie vergroot.

Ten tweede kunnen crediteuren er zeker van zijn dat de prijzen in de toekomst stabiel blijven en zullen zij geen “inflatierisicopremie” eisen ter compensatie van de risico’s die gepaard gaan met het aanhouden van nominale activa op de langere termijn. Via deze lagere risicopremies in de reële rente, bevordert de geloofwaardigheid van het monetaire beleid de doelmatige allocatie van middelen op de kapitaalmarkt en worden investeringen aangemoedigd. Dit bevordert dan weer de economische welvaart.

Prijsstabiliteit bevordert een hogere levensstandaard ...

... door een grotere transparantie van de relatieve prijzen, ...

... door lagere inflatierisicopremies in de rente, ...

... door onnodig indekken te voorkomen, ...

Ten derde zullen, als prijsstabiliteit op een geloofwaardige wijze wordt gehandhaafd, burgers en bedrijven minder geneigd zijn middelen te onttrekken aan productieve doeleinden om zich tegen inflatie in te dekken. Een hoge inflatie zet bijvoorbeeld aan tot het hamsteren van reële goederen omdat deze in een dergelijke situatie hun waarde beter behouden dan geld of bepaalde financiële activa. Aangezien hamsteren echter ondoelmatig is, belemmert dit de economische groei.

... door verstoringen als gevolg van het belasting- en sociale-zekerheidsstelsel te verminderen, ...

Ten vierde kunnen door het belasting- en sociale-zekerheidsstelsel verkeerde impulsen worden afgegeven, waardoor het economische gedrag wordt verstoord. In een inflatoir of deflatoir klimaat worden dergelijke verstoringen meestal verergerd, omdat gewoonlijk niet is voorzien in indexering van belastingtarieven en sociale premies. Door prijsstabiliteit worden de reële kosten tenietgedaan die ontstaan als door inflatie de versturende invloed van belasting- en sociale-zekerheidsstelsels wordt verergerd.

... door de voordelen van het aanhouden van contant geld te vergroten ...

Ten vijfde werkt inflatie als een belasting op aangehouden contant geld. Dit leidt tot een geringere vraag van huishoudens naar geld en derhalve tot hogere transactiekosten.

... en door het voorkomen van een willekeurige herverdeling van vermogen en inkomen

Ten zesde voorkomt prijsstabiliteit de aanzienlijke en willekeurige herverdeling van vermogen en inkomen die zich voordoet in zowel een inflatoir als een deflatoir klimaat, waarin de prijsontwikkeling onvoorspelbaar is (met bijvoorbeeld een herverdeling van crediteuren naar debiteuren). Veelal worden de zwakste groepen in de maatschappij het hardst getroffen door inflatie, aangezien zij slechts beperkte middelen hebben om zich daartegen in te dekken. Een klimaat van prijsstabi-

liteit draagt derhalve bij tot sociale cohesie en stabiliteit. In de twintigste eeuw is diverse malen gebleken dat een hoge inflatie of deflatie vaak leidt tot sociale en politieke instabiliteit.

Bovenstaande argumenten geven aan dat een centrale bank die prijsstabiliteit handhaaft een belangrijke bijdrage levert aan de verwezenlijking van meer algemene economische doelstellingen, zoals een hogere levensstandaard, een hoog niveau van economische bedrijvigheid en betere werkgelegenheidsvooruitzichten. Deze conclusie wordt geschraagd door de resultaten van economisch onderzoek, die – voor een groot aantal landen, methoden en perioden – uitwijzen dat een economie met een lagere inflatie op de lange termijn gemiddeld een hogere reële groei laat zien.

De door het Verdrag opgedragen taken

De hierboven uiteengezette algemene en breed aanvaarde beginselen vinden hun weerslag in de wijze waarop in het Verdrag doelstellingen en verantwoordelijkheden aan de verschillende beleidsvormende instanties zijn toegerekend. De primaire doelstelling van het Eurosysteem, en van het gemeenschappelijke monetaire beleid waarvoor het Eurosysteem verantwoordelijk is, wordt in het Verdrag gedefinieerd als het handhaven van prijsstabiliteit. Bovendien moet het Eurosysteem “onverminderd het doel van prijsstabiliteit” ook “het algemene economische beleid in de Gemeenschap (ondersteunen) teneinde bij te dragen tot de verwezenlijking van de (...) doelstellingen van de Gemeenschap”, die onder meer “een hoog niveau van werkgelegenheid” en “een duurzame en niet-inflatoire groei” omvatten (zie Hoofdstuk 1).

Door prijsstabiliteit te handhaven draagt de centrale bank bij aan meer algemene economische doelstellingen

De door het Verdrag opgedragen taken zijn in overeenstemming met deze algemene beginselen ...

... door de keuze van prijsstabiliteit als de primaire doelstelling van het monetaire beleid

In het Verdrag wordt op goede economische gronden een allesoverheersend belang toegekend aan de doelstelling van het Eurosysteem om prijsstabiliteit te handhaven. Aangezien het monetaire beleid uiteindelijk slechts het prijspeil binnen de economie kan beïnvloeden, is prijsstabiliteit de natuurlijke doelstelling van dit beleid. Als aan het monetaire beleid een doelstelling zou zijn opgedragen met betrekking tot het reële inkomen of de werkgelegenheid, dan zou dit tot problemen hebben geleid aangezien, afgezien van het gunstige effect van prijsstabiliteit, het monetaire beleid geen blijvende invloed kan uitoefenen op reële grootheden. Het is de taak van anderen binnen de economie, met name diegenen die verantwoordelijk zijn voor het begrotingsbeleid en het structuurbeleid, om het groeipotentieel van de economie te vergroten. De duidelijke hiërarchie die in het Verdrag is aangebracht met betrekking tot de doelstellingen van het Eurosysteem vormt de weerslag van tientallen jaren van praktijkervaring en van een groot aantal economische studies die er tezamen op wijzen dat het monetaire beleid de beste bijdrage levert aan de economische vooruitzichten en de levensstandaard van de burgers door blijvend prijsstabiliteit te handhaven.

Bij het nastreven van de primaire doelstelling moet het Eurosysteem echter wel de ruimere economische doelstellingen van de Gemeenschap in acht nemen

Tegelijkertijd stelt het Verdrag dat, bij de tenuitvoerlegging van monetaire-beleidsbesluiten gericht op het handhaven van prijsstabiliteit, en onverminderd de verwezenlijking van deze doelstelling, het Eurosysteem de bredere economische doelstellingen van de Gemeenschap in acht moet nemen. Met name moet, omdat het monetaire beleid op de korte termijn van invloed kan zijn op de reële bedrijvigheid, de ECB voorkomen dat aanleiding wordt gegeven tot buitenspo-

rige schommelingen in de productie en de werkgelegenheid als deze uit het nastreven van de primaire doelstelling zouden voortvloeien.

3.2 HET TRANSMISSIEMECHANISME VAN HET MONETAIRE BELEID

Aangezien de Raad van Bestuur van de ECB verantwoordelijk is voor het nemen van de monetaire-beleidsbesluiten ter handhaving van prijsstabiliteit, is het van groot belang dat de ECB inzicht heeft in de wijze waarop het monetaire beleid de ontwikkeling van het prijspeil beïnvloedt. Het proces waardoor monetaire-beleidsbesluiten doorwerken in de economie in het algemeen en het prijspeil in het bijzonder staat bekend als de monetaire-beleidstransmissie. De afzonderlijke schakels waardoor de monetaire impulsen zich (gewoonlijk) voortplanten worden de transmissiekanalen genoemd.

Transmissiemechanisme en transmissiekanalen

Monetaire-transmissiekanalen

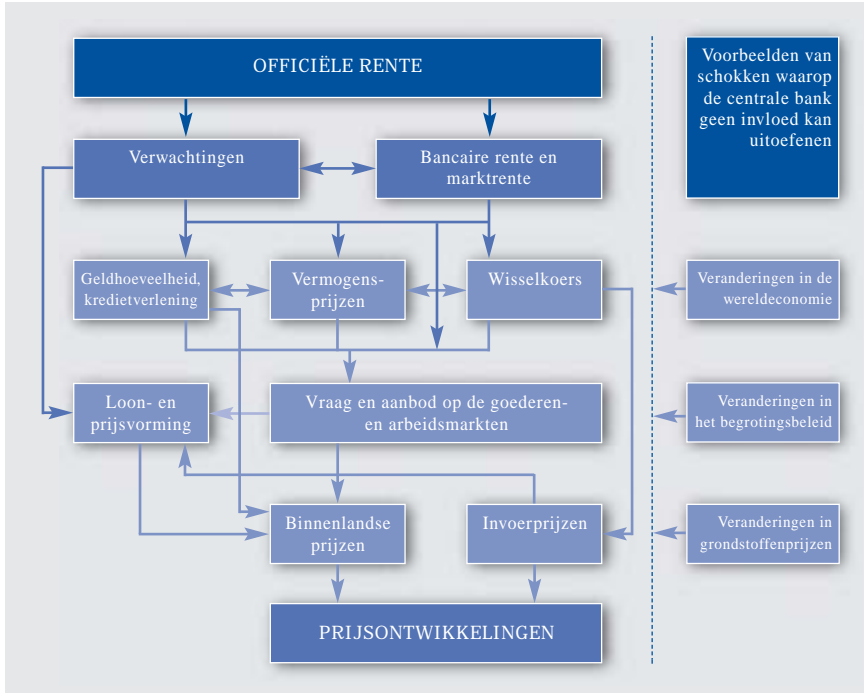
De belangrijkste kanalen van de monetaire transmissie zijn schematisch en versimpeld weergegeven in het linkerdeel van Grafiek 3.1.

Het transmissieproces ...

De (lange) keten van oorzaak en gevolg die loopt van de monetaire-beleidsbesluiten tot een verandering in het prijspeil begint met een wijziging van de door de centrale bank voor haar eigen transacties vastgestelde officiële rentevoeten. Bij deze transacties verschaft de centrale bank gewoonlijk middelen aan de banken (zie Hoofdstuk 4 voor een gedetailleerde beschrijving van de monetaire-beleidsinstrumenten van het Eurosysteem). Het bankwezen heeft het door het centrale bank uitgegeven geld ("basisgeld") nodig om te kunnen voldoen aan de vraag van het publiek naar

... begint met een wijziging van de officiële rente ...

Grafiek 3.1 Schematische weergave van de transmissie van de rente naar de prijzen



chartaal geld en aan de door de centrale bank opgelegde reserveverplichtingen. Omdat de centrale bank het monopolie heeft op het uitgeven van basisgeld, kan zij de rente op haar transacties volledig zelf bepalen. Gezien het feit dat de centrale bank daardoor de financieringskosten van de banken beïnvloedt, moeten de banken deze kosten weer bij de kredietverlening aan hun cliënten doorberekenen.

... die van invloed is op de marktrente ...

Door dit proces kan de centrale bank een bepalende invloed uitoefenen op de geldmarktverhoudingen en daardoor de geldmarktrente sturen. Veranderingen in de geldmarktrente zijn op hun beurt weer, zij het in verschillende mate, van invloed op andere rentevoeten. Zo hebben veranderingen in de geldmarktrente gevolgen voor de door de banken gehanteerde rente op kortlopende leningen en deposito's. Bovendien is het zo, dat als wordt ver-

wacht dat de officiële rente in de toekomst zal veranderen, dit van invloed is op de langere marktrente, aangezien die mede een weerspiegeling vormt van de verwachtingen ten aanzien van het toekomstige beloop van de korte rente. De invloed die veranderingen in de geldmarktrente hebben op de rentevoeten voor zeer lange looptijden (bijvoorbeeld het rendement op tienjaars overheidsobligaties of de lange bancaire debetrente) is echter minder rechtstreeks. Die rentevoeten hangen in hoge mate af van de in de markt levende verwachtingen met betrekking tot de groei- en de inflatietendensen binnen de economie op de lange termijn. Anders gezegd zijn wijzigingen in de officiële rente van de centrale bank gewoonlijk niet van invloed op deze langere rentevoeten, tenzij een dergelijke wijziging aanleiding geeft tot een verandering in de marktverwachtingen ten aanzien van de econo-

mische ontwikkeling op de lange termijn.

... en de vermogensprijzen ...

Vanwege de invloed die het kan uitoefenen op de financieringsvoorwaarden binnen de economie – alsook op de verwachtingen – kan het monetaire beleid andere financiële grootheden beïnvloeden, zoals vermogensprijzen (bijvoorbeeld aandelenkoersen) en wisselkoersen.

... en op de krediet-, spaar- en investeringsbeslissingen, ...

Veranderingen in rentevoeten en in vermogensprijzen kunnen op hun beurt weer van invloed zijn op de beslissingen van huishoudens en bedrijven met betrekking tot besparingen, uitgaven en investeringen. Onder voor het overige gelijkblijvende omstandigheden maakt een hogere rente het voor huishoudens of bedrijven minder aantrekkelijk leningen op te nemen ter financiering van hun consumptie of investeringen. Een hogere rente maakt het, gezien het daarmee gepaard gaande hogere rendement op besparingen, ook aantrekkelijker voor huishoudens om hun lopende inkomen te sparen in plaats van het uit te geven. Voorts kunnen wijzigingen in de officiële rente ook het kredietaanbod beïnvloeden. Zo kan na een renteverhoging het risico dat sommige potentiële debiteuren hun leningen niet zullen kunnen aflossen zo groot worden dat de banken aan hen geen krediet meer willen verstrekken. Als gevolg daarvan moeten deze potentiële debiteuren – huishoudens of bedrijven – hun consumptie- of investeringsplannen uitstellen.

Ten slotte kunnen schommelingen in vermogensprijzen via inkomens- en vermogenseffecten van invloed zijn op de consumptie en de investeringen. Zo neemt, als de aandelenkoersen stijgen, het vermogen van huishoudens die aandelen bezitten toe, waardoor zij

hun consumptieve bestedingen kunnen opvoeren. Omgekeerd zullen, als de aandelenkoersen dalen, deze huishoudens waarschijnlijk hun consumptieve bestedingen verlagen. Vermogensprijzen kunnen ook de totale vraag beïnvloeden via de waarde van het onderpand dat kredietnemers ter beschikking hebben en dat hen in staat stelt meer te lenen en/of dat de banken aanleiding geeft de door hen gevraagde risicopremies te verlagen. Besluiten om al dan niet krediet te verstrekken worden vaak in hoge mate beïnvloed door het beschikbare onderpand. Als de waarde van het onderpand daalt, wordt het opnemen van krediet duurder en misschien zelfs onmogelijk, met als gevolg dat de bestedingen dalen.

Als gevolg van veranderingen in de consumptie en in de investeringen, zal het niveau van de binnenlandse vraag naar goederen en diensten ten opzichte van het binnenlandse aanbod ook een verandering ondergaan. Als de vraag het aanbod overtreft zal, onder voor het overige gelijkblijvende omstandigheden, naar alle waarschijnlijkheid een opwaartse druk op de prijzen ontstaan. Bovendien kunnen veranderingen in de totale vraag tot uiting komen in krappere of ruimere verhoudingen op de arbeidsmarkt en de markten voor halffabrikaten, en deze veranderde verhoudingen kunnen op hun beurt weer van invloed zijn op de loon- en prijsvorming op de desbetreffende markten.

Wisselkoersbewegingen zijn normaliter op drie wijzen van invloed op de inflatie. Ten eerste kunnen wisselkoersbewegingen rechtstreeks doorwerken in de binnenlandse prijzen van ingevoerde goederen. Stijgt de wisselkoers (appreciatie), dan zakken doorgaans de prijzen van ingevoerde

... met als gevolg een verandering in de totale vraag en in de prijzen

Effecten van wisselkoersbewegingen op de prijzen

goederen, waardoor de inflatie afneemt voorzover de desbetreffende goederen rechtstreeks voor consumptieve doeleinden worden gebruikt. Ten tweede kunnen, als de geïmporteerde goederen worden gebruikt in het productieproces, lagere prijzen voor deze goederen mettertijd doorwerken in lagere prijzen voor consumptiegoederen. Ten derde kunnen wisselkoersontwikkelingen ook tot uiting komen in de concurrentiepositie van binnenlands geproduceerde goederen op de internationale markten. Als door een hogere wisselkoers de binnenlands geproduceerde goederen op de wereldmarkten qua prijs minder goed kunnen concurreren, dan zal doorgaans de buitenlandse vraag afnemen en daarmee de totale vraag binnen de economie. *Ceteris paribus* leidt een hogere wisselkoers derhalve doorgaans tot een afname van de inflatoire druk. De omvang van deze wisselkoerseffecten hangt af van de mate van openheid van de economie. Wisselkoerseffecten zijn in het algemeen binnen een grote, betrekkelijk gesloten monetaire unie zoals het eurogebied minder sterk dan binnen een kleine open economie. Het is duidelijk dat de vermogensprijzen naast het monetaire beleid ook afhangen van een groot aantal andere factoren, welke vaak ook het beloop van de wisselkoers bepalen.

Het verankeren van de inflatieverwachtingen

Andere kanalen waardoor het monetaire beleid de prijsontwikkeling kan beïnvloeden lopen in hoofdzaak via de beïnvloeding van de verwachtingen van de particuliere sector voor de langere termijn. Als de centrale bank bij het nastreven van haar doelstelling een hoge mate van geloofwaardigheid geniet, dan kan het monetaire beleid een krachtige rechtstreekse invloed op de prijsontwikkeling hebben door een

houvast te bieden voor de verwachtingen van de deelnemers aan het economische verkeer ten aanzien van de inflatie in de toekomst en kan het daarmee de loon- en prijsvorming beïnvloeden. De voortdurende en geloofwaardige handhaving van prijsstabiliteit is daarbij van essentieel belang. Alleen als de deelnemers aan het economische verkeer vertrouwen hebben in het vermogen en de vastberadenheid van de centrale bank om prijsstabiliteit te handhaven, zullen de inflatieverwachtingen op prijsstabiliteit gericht blijven. Dat zal dan weer van invloed zijn op de loon- en prijsvorming binnen de economie, aangezien er in een klimaat van prijsstabiliteit geen aanleiding is voor een opstuwende werking op de lonen en de prijzen uit vrees voor een hogere inflatie in de toekomst. In deze zin wordt de taak van het monetaire beleid vergemakkelijkt als de centrale bank geloofwaardigheid geniet.

Binnen het hierboven uiteengezette dynamische proces wordt een rol gespeeld door een aantal verschillende mechanismen en handelingen van de economische subjecten in verschillende stadia van het proces. Als gevolg daarvan duurt het gewoonlijk lang voordat het monetaire beleid de prijsontwikkeling beïnvloedt. Voorts kunnen de omvang en de intensiteit van de verschillende effecten wisselen al naar gelang de stand van de economie, wat het moeilijk maakt de exacte invloed goed in te schatten. Al met al wordt de centrale bank bij de monetaire-beleidsvoering geconfronteerd met lange, variabele en onzekere vertragingen.

Het inzicht in het transmissiemechanisme van het monetaire beleid wordt bemoeilijkt door het feit dat in de praktijk de economische ontwikkelin-

Transmissie gekenmerkt door lange, variabele en onzekere vertragingen ...

... en beïnvloed door exogene schokken

gen bij voortduring worden beïnvloed door schokken uit vele bronnen. Zo kunnen veranderingen in de prijzen van olie of andere grondstoffen of in door de overheid gereguleerde prijzen een rechtstreeks effect hebben op de inflatie op de korte termijn. Evenzo kunnen ontwikkelingen binnen de wereldeconomie of in het begrotingsbeleid de totale vraag beïnvloeden en daarmee de prijsontwikkeling. Voorts hangen vermogensprijzen en wisselkoersen naast het monetaire beleid af van vele andere factoren. Bij de monetaire-beleidsvoering moet dus niet slechts worden gelet op de beleids-transmissie, maar moet ook rekening worden gehouden met alle andere ontwikkelingen die van belang zijn voor de inflatie in de toekomst om te voorkomen dat deze de inflatietendensen en -verwachtingen op de lange termijn beïnvloeden op een wijze die niet strookt met prijsstabiliteit. Het voeren monetaire beleid is immer afhankelijk van de aard, de omvang en de duur van de schokken waaraan de economie onderhevig is, en de centrale bank moet zich bij voortduring afvragen welke factoren aan de prijsontwikkeling ten grondslag liggen om tot de juiste monetaire-beleidsreactie te kunnen komen.

Complexiteit van het transmissieproces

De centrale bank wordt derhalve doorgaans geconfronteerd met een complex samenstel van economische wisselwerkingen. Gezien deze complexiteit worden door de centrale bank ook wel enkele eenvoudige vuistregels gehanteerd. Een van die regels is gebaseerd op het feit dat inflatie op de middellange tot lange termijn altijd een monetair verschijnsel is. Derhalve moet de centrale bank zich in het algemeen bewust zijn van de monetaire ontwikkelingen om de inflatietendensen te kunnen beoordelen.

Hoewel de toepassing van empirische methoden voor het kwantificeren van het transmissieproces en de transmissiekanalen in de afgelopen decennia van groot nut is geweest, hebben de resultaten van dat onderzoek slechts ten dele licht geworpen op dit ingewikkelde proces. Bovendien is de onzekerheid waarmee de ECB te kampen heeft mogelijk nog groter dan bij vele andere centrale banken, omdat de ECB immers verantwoordelijk is voor een geheel nieuwe muntunie. Bovendien is het mogelijk dat de institutionele wijzigingen en de gedragsveranderingen na de invoering van de gemeenschappelijke munt begin 1999 wijziging hebben gebracht in de verbanden tussen de verschillende economische grootheden. In de loop van de tijd zijn echter meer gegevens en onderzoeksresultaten ter beschikking gekomen en is een beter inzicht ontstaan in de monetaire transmissie in het eurogebied (zie Kader 3.1 voor een samenvatting van de resultaten van recent empirisch onderzoek naar de monetaire-beleids-transmissie in het eurogebied). Desalniettemin blijft verder onderzoek en het voortdurend volgen van de ontwikkelingen geboden.

Empirische kennis van het transmissieproces

3.3 DE MONETAIRE-BELEIDSSTRATEGIE VAN DE ECB: ALGEMENE BEGINSELEN

Met inachtneming van het bestaande inzicht in het transmissieproces, kan de uitdaging waarvoor de ECB zich gesteld ziet als volgt worden geformuleerd: de Raad van Bestuur van de ECB moet de verhoudingen op de geldmarkt beïnvloeden, en daarmee het niveau van de korte rente, om te waarborgen dat op de middellange termijn prijsstabiliteit wordt gehandhaafd. Daarbij wordt de centrale bank voortdurend geconfronteerd met een hoge mate van onzekerheid met betrekking tot zowel de aard

De taak van het monetaire beleid

Kader 3.1 Resultaten van empirisch onderzoek naar de monetaire-beleidstransmissie in het eurogebied

Voor het monetaire beleid is het van het grootste belang dat inzicht bestaat in het transmissiemechanisme. Het is daarom niet verwonderlijk dat in een aantal studies – van zowel wetenschappers uit de universitaire wereld als stafleden van het Eurosysteem – is getracht meer licht te werpen op de complexe wisselwerkingen die aan deze transmissie ten grondslag liggen. Hoewel de resultaten van deze studies nog onderhevig zijn aan een aanzienlijke mate van onzekerheid (onder meer als gevolg van het feit dat de gebruikte gegevens grotendeels de periode vóór 1999 betreffen), lijken zij te bevestigen dat een aantal in brede kring aanvaarde en vaststaande feiten ook voor het eurogebied blijkt te gelden.

Empirische schattingen van de effecten van wijzigingen in de korte rente op de reële bedrijvigheid en de prijzen

Met behulp van verschillende econometrische modellen van het eurogebied zijn de effecten van wijzigingen in de korte rente op de productie en de prijzen geschat. Ter illustratie zijn in Tabel 3.1 de resultaten van wijzigingen in de korte rente opgenomen, verkregen met drie verschillende modellen van het eurogebied gebaseerd op verschillende economische structuren en/of econometrische methoden. De tabel laat zien hoe het bbp en het prijsniveau reageren op een verhoging van de beleidsrente van de centrale bank met 1 procentpunt, die vervolgens twee jaar op het resulterende hogere niveau wordt gehouden.

De belangrijkste kenmerken van de reactie van het bbp en van de prijzen komen in de drie modellen kwalitatief overeen. Een hogere korte rente leidt tot een tijdelijke daling van de productie, die ongeveer twee jaar na de monetaire-beleidsimpuls het hoogste punt bereikt, waarna de productie weer op het aanvankelijke niveau terugkeert. Gedurende dezelfde periode komen de prijzen geleidelijk op een permanent lager niveau te liggen.

Globaal vergelijkbare patronen komen naar voren uit simulaties met een grotere groep empirische modellen dan die welke in Tabel 3.1 zijn opgenomen. Deze komen overeen met de resultaten voor andere landen en met de meeste theoretische modellen van het transmissiemechanisme. Het blijkt kortom dat op de lange termijn het monetaire

Tabel 3.1 Schattingen van de reactie van het reële bbp en de consumptieprijzen op een verhoging van de beleidsrente in het eurogebied met 1 procentpunt

	Reëel bbp				Consumptieprijzen			
	Jaar 1	Jaar 2	Jaar 3	Jaar 4	Jaar 1	Jaar 2	Jaar 3	Jaar 4
Model 1	-0,34	-0,71	-0,71	-0,63	-0,15	-0,30	-0,38	-0,49
Model 2	-0,22	-0,38	-0,29	-0,14	-0,09	-0,21	-0,31	-0,40
Model 3	-0,34	-0,47	-0,37	-0,28	-0,06	-0,10	-0,19	-0,31

Bron: "Recente onderzoeksresultaten met betrekking tot de transmissie van het monetaire beleid binnen het eurogebied", Maandbericht ECB, oktober 2002.

Toelichting: De cijfers geven de procentuele verandering weer ten opzichte van het aanvankelijke niveau van het bbp en de prijsindex. Model 1 is het AWM-model van de ECB. Model 2 is een samenstel van de macro-economische modellen van de nationale centrale banken van het eurogebied. Model 3 is het meerlandenmodel van het Engelse National Institute of Economic and Social Research. In de getoonde simulaties is aangenomen dat de renteverhoging leidt tot een stijging van de lange rente en een appreciatie van de wisselkoers.

beleid neutraal is. Het effect op de productie is tijdelijk, terwijl dat op de prijzen permanent is.

De omvang en het tijdsbeloop van de reacties vertonen tussen de modellen echter aanzienlijke verschillen, wat de onzekerheid aangeeft met betrekking tot de exacte kenmerken van het transmissiemechanisme. Zo variëren de maximale reacties van de productie in de drie in Tabel 3.1 opgenomen modellen van -0,38% tot -0,71% en twee jaar na de aanvankelijke renteschok varieert de reactie van de prijzen van -0,10% tot -0,30%. Al met al bevestigen deze schattingen het bestaan van lange en onzekere vertragingen binnen het mechanisme waarmee het monetaire beleid het prijsniveau beïnvloedt.

De kanalen voor de monetaire-beleidstransmissie in het eurogebied

Voor wat betreft de reacties van de afzonderlijke componenten van het bbp op rentewijzigingen wordt in sommige studies het belang benadrukt van de invloed van het monetaire beleid op de investeringen, in vergelijking met de invloed op de consumptie en andere componenten van de totale vraag. De bedrijfsinvesteringen worden in hoofdzaak beïnvloed door veranderingen in de gebruikerskosten van vermogen (een variabele die nauw verband houdt met de rente). De bedrijfsinvesteringen zijn ook, zij het in beperkter mate, gevoelig voor liquiditeitsbeperkingen (d.w.z. het vermogen van bedrijven om op de financiële markten schuldbewijzen uit te geven of van banken te lenen).

De beschikbare empirische studies wijzen er ook op dat in het eurogebied wisselkoerseffecten tamelijk belangrijk kunnen zijn. Derhalve zal de reactie van de consumptieprijzen op een wijziging van de officiële rente ook afhangen van de effecten van die wijziging op de wisselkoers. Zo zal, naarmate de waardeinstijging van de euro als gevolg van een rentewijziging sterker is, de daling van de inflatie sterker en sneller zijn. De centrale bank heeft echter geen enkele zekerheid omtrent de omvang of de richting van de reactie van de wisselkoers aangezien deze ook afhangt van andere factoren, zoals het in het buitenland gevoerde monetaire beleid, waarop de centrale bank geen invloed kan uitoefenen.

van de schokken waaraan de economie onderhevig is als het bestaan en de kracht van de verbanden tussen macro-economische grootheden. Tegen deze achtergrond kunnen enkele kenmerken van een goed monetair beleid worden vastgesteld

Ten eerste is het monetaire beleid, zoals in paragraaf 3.2 is benadrukt, veel effectiever als het erin slaagt de inflatieverwachtingen stevig te verankeren. Daarbij moet de centrale bank haar doelstelling formuleren, een consequente en systematische methode voor de monetaire-beleidsvoering uitwerken en toepassen, en helder en

open communiceren. Dit zijn essentiële elementen bij het verwerven van een hoge mate van geloofwaardigheid, wat een onmisbare voorwaarde is voor het beïnvloeden van de verwachtingen van de deelnemers aan het economische verkeer.

Ten tweede zijn, als gevolg van de vertragingen bij het transmissieproces, nu doorgevoerde wijzigingen in het monetaire beleid pas na een aantal kwartalen of jaren van invloed op het prijsniveau. Dat betekent dat de centrale bank zich ervan moet vergewissen welke beleidskoers nu nodig is om in de toekomst, wanneer de transmis-

Het monetaire beleid moet de inflatieverwachtingen stevig verankeren, ...

... moet toekomstgericht zijn, ...

sie is voltooid, prijsstabiliteit te handhaven. In die zin moet het monetaire beleid toekomstgericht zijn.

... met de nadruk op de middellange termijn ...

Aangezien het monetaire beleid door de vertragingen bij de transmissie niet in staat is onvoorziene prijsschokken (bijvoorbeeld als gevolg van veranderingen in de internationale grondstoffenprijzen) op de korte termijn op te vangen, is enige mate van volatiliteit van de inflatie op de korte termijn onvermijdelijk. Bovendien zijn, door de complexiteit van het transmissieproces, de effecten van het monetaire beleid altijd onderhevig aan een aanzienlijke mate van onzekerheid. Het monetaire beleid moet derhalve zijn gericht op de middellange termijn om een al te activistische beleidskoers en onnodige volatiliteit in de reële economie te voorkomen.

... en moet op een brede basis zijn gestoeld

Ten slotte heeft de ECB, net als elke andere centrale bank, te kampen met een aanzienlijke mate van onzekerheid, onder meer met betrekking tot de betrouwbaarheid van de economische indicatoren, de structuur van de economie en het transmissiemechanisme van het monetaire beleid. Een succesvol monetair beleid moet daarom op een brede basis zijn gestoeld, waarbij alle relevante informatie wordt benut om inzicht te verkrijgen in de factoren die aan de economische ontwikkelingen ten grondslag liggen; hierbij kan niet worden uitgegaan van één enkel model van de economie.

De rol van de strategie: een uitgebreid kader voor monetaire-beleidsbesluiten

De ECB heeft een monetaire-beleidsstrategie vastgesteld en bekendgemaakt om een consequent en systematisch besluitvormingsproces ten aanzien van het monetaire beleid te waarborgen. De monetaire-beleidsstrategie berust op de eerder genoemde algemene beginselen om

aan de uitdagingen waarvoor de centrale bank zich gesteld ziet het hoofd te kunnen bieden. Getracht wordt met de strategie een allesomvattend kader te bieden waarin besluiten over het juiste niveau van de korte rente kunnen worden genomen.

Het eerste element van de monetaire-beleidsstrategie van de ECB bestaat uit een kwantitatieve definitie van prijsstabiliteit. Daarnaast biedt de strategie een kader dat waarborgt dat de Raad van Bestuur alle relevante informatie en analyses benut als basis bij de toekomstgerichte besluitvorming omtrent het monetaire beleid en dat aldus de handhaving van prijsstabiliteit waarborgt. De strategie biedt ook een kader waarbinnen de monetaire-beleidsbesluiten helder en duidelijk aan het publiek kunnen worden uitgelegd. Onderstaand wordt op elk van deze elementen nader ingegaan.

De belangrijkste elementen van de monetaire-beleidsstrategie van de ECB

3.4 DE DOOR DE ECB GEHANTEERDE KWANTITATIEVE DEFINITIE VAN PRIJSSTABILITEIT

Hoewel het Verdrag duidelijk stelt dat de hoofddoelstelling van de ECB bestaat uit het handhaven van prijsstabiliteit, wordt daarin niet precies aangegeven wat met prijsstabiliteit wordt bedoeld. Ter nadere precisering van deze doelstelling heeft de Raad van Bestuur van de ECB in 1998 de volgende kwantitatieve definitie bekendgemaakt: "Prijsstabiliteit wordt gedefinieerd als een jaarlijkse stijging van de Geharmoniseerde Consumptieprijsindex (HICP) voor het eurogebied met minder dan 2%. Prijsstabiliteit moet worden gehandhaafd op de middellange termijn". Na een grondige evaluatie van de monetaire-beleidsstrategie in 2003 heeft de Raad van Bestuur verder duidelijk gemaakt dat

De ECB heeft prijsstabiliteit gekwantificeerd

binnen de definitie wordt gestreefd naar een inflatie van minder dan maar dicht bij 2% op de middellange termijn.

Hiermee worden de inflatieverwachtingen verankerd en wordt bijgedragen aan de doorzichtigheid en de verantwoordingsplicht van de ECB

De Raad van Bestuur heeft om een aantal redenen ervoor gekozen een kwantitatieve definitie van prijsstabiliteit bekend te maken. Ten eerste wordt, door duidelijk te maken hoe de Raad van Bestuur de door het Verdrag opgedragen doelstelling interpreteert, bijgedragen aan een beter begrip van het monetaire-beleidskader (dat hierdoor immers doorzichtiger wordt). Ten tweede verschaft de definitie van prijsstabiliteit een duidelijke kwantitatieve maatstaf waaraan het publiek het functioneren van de ECB kan afmeten en vervolgens op grond daarvan de ECB eventueel ter verantwoording kan roepen. Zo kan worden vastgesteld of de prijsontwikkelingen overeenstemmen met prijsstabiliteit; als dat niet het geval blijkt te zijn, zal de ECB daarvoor een verklaring moeten verschaffen en uiteen moeten zetten hoe zij voornemens is binnen een aanvaardbaar tijdsbestek prijsstabiliteit te herstellen. Ten slotte verschaft de definitie een leidraad voor het publiek bij de vorming van de verwachtingen ten aanzien van de toekomstige prijsontwikkelingen. Al deze positieve kenmerken van de definitie zijn nog verder versterkt door de door de Raad van Bestuur gegeven verduidelijking dat binnen de definitie wordt gestreefd naar een inflatie van dicht bij 2%.

Oriëntatie op het eurogebied als geheel

In de definitie van prijsstabiliteit wordt duidelijk gemaakt dat het mandaat van het Eurosysteem het gehele eurogebied bestrijkt. Derhalve wordt prijsstabiliteit beoordeeld op basis van de prijsontwikkelingen in het eurogebied als geheel, wat aangeeft dat besluiten aangaande het gemeen-

schappelijke monetaire beleid zijn gericht op het tot stand brengen van prijsstabiliteit in het eurogebied als geheel. Deze oriëntatie op het eurogebied als geheel is het logische gevolg van het feit dat binnen een monetaire unie met het monetaire beleid slechts het gemiddelde geldmarktrenteniveau in de unie kan worden gestuurd, omdat gebruik moet worden gemaakt van een in de gehele unie uniform instrument.

In de definitie wordt ook een specifieke prijsindex – namelijk de HICP (*Harmonised Index of Consumer Prices* – Geharmoniseerde Consumptieprijsindex) voor het eurogebied – genoemd als maatstaf waaraan het bereiken en handhaven van prijsstabiliteit wordt afgemeten. Deze index is in alle landen van het eurogebied geharmoniseerd. De HICP is de index waarmee de veranderingen die in de loop van de tijd in een representatief consumptiepakket optreden het best worden benaderd (zie Kader 3.2). Door gebruik te maken van een geharmoniseerde index wordt de door de ECB op zich genomen verplichting om de burgers volledig en effectief te beschermen tegen een verminderde koopkracht van het geld helder gemaakt.

De HICP

In de definitie wordt gesproken van een stijging van de HICP met minder dan 2%, waardoor duidelijk wordt gemaakt dat niet slechts een inflatie van meer dan 2% maar ook deflatie (dat wil zeggen een daling van het prijspeil) onverenigbaar is met prijsstabiliteit. De uitdrukkelijke uitspraak van de ECB te streven naar handhaving van de inflatie op een niveau van minder dan maar dicht bij 2% - dus dicht bij de bovengrens van de definitie – geeft aan dat een marge wordt gehanteerd om het risico van deflatie te vermijden.

Redenen om te streven naar een inflatie van minder dan maar dicht bij 2%: ...

Kader 3.2 HICP - constructie en kenmerken

De Raad van Bestuur van de ECB heeft prijsstabiliteit gedefinieerd in termen van de Geharmoniseerde Consumptieprijsindex (HICP) voor het eurogebied. De conceptuele werkzaamheden met betrekking tot de samenstelling van deze prijsindex worden door de Europese Commissie (Eurostat) uitgevoerd, in nauwe samenwerking met de nationale bureaus voor de statistiek. Als belangrijke gebruiker is de ECB en was voorheen het Europees Monetair Instituut (EMI) hier nauw bij betrokken.

De door Eurostat gepubliceerde gegevens met betrekking tot de HICP zijn beschikbaar vanaf januari 1995. Geraamde historische gegevens, die niet geheel vergelijkbaar zijn met de HICP-gegevens vanaf 1995, zijn vanaf 1990 beschikbaar voor de totale HICP en de vijf hoofdcomponenten. Op basis van de in 2003 geldende consumptieve-uitgavengewichten nemen goederen 59,1% en diensten 40,9% van de HICP voor hun rekening (zie Tabel 3.2). Deze uitsplitsing van de totale HICP in afzonderlijke componenten is vooral ingegeven door de behoefte de verschillende economische factoren die van invloed zijn op het beloop van de consumptieprijsen te kunnen benoemen. Zo hangt de ontwikkeling van de energieprijscategorie nauw samen met het beloop van de olieprijsen. De prijzen van voedingsmiddelen worden uitgesplitst naar bewerkte en onbewerkte voedingsmiddelen, omdat de prijzen voor deze laatste categorie worden beïnvloed door factoren als weersomstandigheden en seizoenen, terwijl deze van minder belang zijn voor de prijzen van bewerkte voedingsmiddelen. De dienstenprijzen worden onderverdeeld in vijf componenten, die op grond van verschillende marktverhoudingen gewoonlijk worden gekenmerkt door een verschillend beloop.

De ten behoeve van de HICP in de verschillende landen genomen harmonisatiemaatregelen zijn gebaseerd op diverse met de lidstaten overeengekomen Verordeningen en andere voorschriften van de EG. Deze betreffen onder meer de dekking van de consumptieve bestedingen, voorlopige normen voor procedures van kwaliteitsaanpassing, de behandeling van nieuwe goederen en diensten en de herziening van de gewichten. “Voorlopig” duidt erop dat op verschillende terreinen aan verdere harmonisatie wordt gewerkt. Daarnaast is voor de subindices een gedetailleerde geharmoniseerde rubricering overeengekomen

Tabel 3.2 In 2003 geldende gewichten van de hoofdcomponenten van de HICP voor het eurogebied

Totale index	100,0
Goederenprijzen	59,1
Onbewerkte voedingsmiddelen	7,6
Bewerkte voedingsmiddelen	11,7
Industriële goederen m.u.v. energie	31,6
Energie	8,2
Diensten	40,9
Huisvestingsdiensten	10,4
Transport	6,3
Communicatie	2,9
Recreatie en persoonlijke dienstverlening	14,9
Diversen	6,4

Bron: Eurostat.

waarmee het prijsbeloop van de subcomponenten van de consumptieve bestedingen tussen de landen op een gestandaardiseerde wijze kan worden vergeleken. Als gevolg van de tot stand gebrachte harmonisatie en statistische verbeteringen gericht op het verhogen van de precisie van de index, is de HICP thans een prijsindex van hoge kwaliteit die aan internationale normen terzake voldoet en die tussen de landen globaal vergelijkbaar is. Er worden nog verdere verbeteringen aangebracht met betrekking tot de normen voor kwaliteitsaanpassing alsmede de behandeling van de woonlasten van bezitters van eigen huizen.

... kosten van deflatie, ...

Deflatie gaat voor de economie gepaard met vergelijkbare kosten als inflatie (zie paragraaf 3.1). Ook is het van belang deflatie te voorkomen omdat dit verschijnsel, als het zich eenmaal voordoet, zich diep in de economie kan wortelen aangezien de nominale rente niet onder nul kan dalen. In een deflatoir klimaat is het monetaire beleid mogelijk niet meer in staat de totale vraag in voldoende mate te stimuleren met behulp van het rente-instrument. Elke poging de nominale rente tot onder nul te laten dalen is gedoemd tot mislukken omdat het publiek dan liever contanten aanhoudt in plaats van deze tegen een negatieve rente uit te lenen of op deposito te plaatsen. Hoewel zelfs bij een nominale rente van nul nog verschillende monetaire-beleidsmaatregelen mogelijk zijn, is de effectiviteit van een dergelijke alternatief beleid onzeker. Hierdoor is het voor het monetaire beleid moeilijker om deflatie te bestrijden dan inflatie.

... mogelijke meetfouten ...

Door de bovengrens voor de inflatie duidelijk boven nul te stellen en door te streven naar een inflatie van minder dan maar dicht bij 2%, houdt de ECB ook rekening met de mogelijkheid dat in het HICP-cijfer de werkelijke inflatie enigszins wordt overschat als gevolg van een geringe positieve vertekening bij de meting van veranderingen in het prijspeil met behulp van de HICP. Om verschillende redenen zijn consumptieprijsindices soms

onderhevig aan meetfouten. Dergelijke fouten doen zich voor als de prijzen niet voldoende worden gecorrigeerd voor kwaliteitsveranderingen of als sommige transacties die wel van belang zijn voor de index stelselmatig buiten de voor de berekening van de index gebruikte steekproef blijven.

In het verleden is in een aantal economische studies aangetoond dat bij de meting van nationale consumptieprijsindices een geringe positieve vertekening optreedt, wat erop wijst dat (als gevolg van bijvoorbeeld kwaliteitsverbeteringen bij goederen) een gemeten inflatie van nul mogelijk in werkelijkheid een geringe daling van het werkelijke prijspeil aangeeft. Met betrekking tot het eurogebied zijn er weinig gegevens met betrekking tot eventuele meetfouten binnen de HICP, wat niet verwonderlijk is aangezien de HICP nog een betrekkelijk nieuw begrip is. Sommige studies geven evenwel aan dat de omvang van de mogelijke vertekening waarschijnlijk beperkt is, hoewel deze schattingen nog steeds met een zeer hoge mate van onzekerheid zijn omgeven. Bovendien mag worden verwacht dat, gezien de voortdurende verbeteringen die door Eurostat (de instantie van de Europese Commissie die verantwoordelijk is voor deze statistieken op het niveau van de EU) worden aangebracht, een eventueel aanwezige vertekening in de toekomst verder zal afnemen.

Bij het formuleren van een exacte doelstelling voor het monetaire beleid binnen een monetaire unie moet ook rekening worden gehouden met het bestaan van inflatieverschillen tussen de regio's binnen de unie, om te voorkomen dat sommige regio's zouden worden gedwongen bij een buitensporig lage of zelfs negatieve inflatie te opereren. In beginsel zijn inflatieverschillen tussen regio's een normaal verschijnsel binnen een monetaire unie. Zij vormen een integrerend onderdeel van het aanpassingsmechanisme dat in gang wordt gezet door verschillen in economische ontwikkeling tussen verschillende regio's. Het monetaire beleid kan slechts het prijsniveau binnen het eurogebied als geheel beïnvloeden en is niet van invloed op inflatieverschillen tussen regio's of tussen steden.

Inflatieverschillen kunnen voortkomen uit factoren van voorbijgaande aard en kunnen derhalve slechts tijdelijk zijn. Zij geven dan geen aanleiding tot zorg vanuit economisch oogpunt. Als de reële convergentie tussen regio's binnen een monetaire unie onvolledig is, kunnen zich tussen deze regio's echter structurele inflatieverschillen gaan voordoen. Zo kunnen zich verschillen voordoen in inkomensniveaus en kan zich een aanhoudend inhaalproces met betrekking tot de levensstandaard binnen een muntunie afspelen. Als er binnen het eurogebied structurele inflatieverschillen bestaan, dan kan dit mogelijk leiden tot economische problemen in landen of regio's waar de inflatie onder het gemiddelde ligt, met name als deze landen of regio's structureel met een negatieve inflatie te kampen hebben. (Dergelijke problemen kunnen zich bijvoorbeeld voordoen als een economie te maken heeft met neerwaartse nominale starheden, wat wil zeggen dat

het moeilijk of zelfs onmogelijk is lonen en prijzen te verlagen, waardoor de noodzakelijke aanpassingen van de relatieve prijzen worden bemoeilijkt en een doelmatige allocatie van middelen wordt belemmerd.)

Gezien het feit dat dergelijke onvermijdelijke inflatieverschillen bestaan, is geredeneerd dat met het door de ECB gevoerde monetaire beleid ernaar moet worden gestreefd op de middellange termijn voor het eurogebied als geheel een inflatie te realiseren die hoog genoeg is om te voorkomen dat regio's met een structureel lagere inflatie de kosten moeten dragen van mogelijke neerwaartse nominale starheden of te kampen krijgen met langere perioden van deflatie. Volgens alle beschikbare studies biedt ook in dit opzicht een inflatie van minder dan maar dicht bij 2% een voldoende veiligheidsmarge.

Ten slotte wordt een fundamenteel aspect van het monetaire beleid van de ECB gevormd door het feit dat naar prijsstabiliteit "op de middellange termijn" wordt gestreefd. Zoals hierboven aangegeven, weerspiegelt dit de algemene opvatting dat het met het monetaire beleid niet mogelijk is de ontwikkeling van de prijzen of de inflatie op een termijn van enkele weken of maanden met enige mate van precisie te sturen; derhalve moet dit ook niet worden getracht. Wijzigingen in het monetaire beleid zijn slechts met een vertraging van invloed op de prijzen, en de grootte van de uiteindelijke invloed is onzeker (zie paragraaf 3.2). Dit betekent dat met het monetaire beleid geen onverwachte verstoringen in het prijsniveau kunnen worden opgevangen. Een zekere mate van volatiliteit van de inflatie op de korte termijn is derhalve onvermijdelijk. Zoals in Kader 3.3 wordt uiteen-

De oriëntatie op
de middellange
termijn

gezet, maakt de gerichtheid op de middellange termijn het ook mogelijk dat binnen het monetaire beleid, zonder afbreuk te doen aan de primaire doelstelling, rekening wordt gehouden met overwegingen met betrekking tot schommelingen in de productie.

3.5 DE ANALYSE VAN DE RISICO'S VOOR DE PRIJSSTABILITEIT BINNEN DE MONETAIRE-BELEIDSSTRATEGIE VAN DE ECB

Om de doelstelling van het handhaven van prijsstabiliteit optimaal te kunnen

nastreven, moet de ECB, net als elke andere centrale bank, de economische ontwikkelingen grondig analyseren

De twee pijlers van de monetaire-beleidsstrategie van de ECB

De door de ECB toegepaste benadering voor het organiseren, evalueren en vergelijken van de informatie die van belang is voor de beoordeling van de risico's voor de prijsstabiliteit is gebaseerd op twee analytische perspectieven, die in dit verband "pijlers" worden genoemd. Deze benadering is in mei

Het uit twee pijlers bestaande kader is een instrument voor het organiseren van informatie ...

Kader 3.3 De oriëntatie op de middellange termijn van het monetaire beleid van de ECB

Elke economie is bij voortdurend onderhevig aan schokken die grotendeels niet kunnen worden voorzien en die ook de prijsontwikkeling beïnvloeden. Tezelfdertijd kan het monetaire beleid de prijsontwikkeling slechts beïnvloeden met belangrijke vertragingen, die variabel zijn en, evenals de meeste economische verbanden, hoogst onzeker. Tegen deze achtergrond is het voor de centrale bank onmogelijk de inflatie te allen tijde op een zeker streefniveau te houden of binnen een zeer kort tijdsbestek weer tot een bepaald niveau terug te brengen. Derhalve moet het monetaire beleid in zijn werking toekomstgericht zijn en kan daarmee prijsstabiliteit slechts over langere perioden worden gehandhaafd. Dit is de redenering die ertoe heeft geleid dat het monetaire beleid van de ECB op de middellange termijn is gericht.

De formulering "middellange termijn" is bewust gekozen vanwege de aldus geboden speelruimte met betrekking tot het precieze tijdsbestek. Het is namelijk niet aan te raden aan de monetaire-beleidsvoering een precieze tijdshorizon te stellen, aangezien het transmissiemechanisme zich gedurende een variabel, onzeker tijdsbeloop afspeelt. Voorts hangt de optimale monetaire-beleidsreactie altijd af van de specifieke aard en de omvang van de schokken die zich op de economie doen gevoelen. Voor een verscheidenheid aan schokken (zoals vraagschokken waarbij de productie en de prijzen in dezelfde richting worden beïnvloed) is een snelle monetaire-beleidsreactie veelal passend, waarbij dan niet alleen prijsstabiliteit wordt behouden maar tevens de economie wordt gestabiliseerd. Er zijn echter ook andere soorten economische schokken (bijvoorbeeld aan de kostenkant, zoals een olieprijsstijging) waardoor de productie en de prijzen in tegengestelde richting worden beïnvloed. Een al te agressieve beleidsreactie om de prijsstabiliteit in een zeer kort tijdsbestek te herstellen kan onder dergelijke omstandigheden aanzienlijke kosten met zich meebrengen in de vorm van een hoge volatiliteit van de productie en de werkgelegenheid, waardoor op de langere termijn ook de prijsontwikkeling kan worden beïnvloed. Algemeen erkend wordt dat in een dergelijk geval gekozen moet worden voor een geleidelijke monetaire-beleidsreactie om op de langere termijn onnodige volatiliteit van de reële bedrijvigheid te voorkomen en prijsstabiliteit op de langere termijn te handhaven. De oriëntatie op de middellange termijn geeft de ECB ook de nodige speelruimte om op een passende wijze te reageren op zich eventueel voordoende schokken.

2003 door de Raad van Bestuur van de ECB bevestigd en nader toegelicht.

... op basis van twee analytische perspectieven ...

Binnen de door de ECB gevolgde strategie worden monetaire-beleidsbesluiten gebaseerd op een uitgebreide analyse van de risico's voor de prijsstabiliteit. Deze analyse is georganiseerd op basis van twee elkaar aanvullende perspectieven met betrekking tot de wijze waarop de prijsontwikkeling tot stand komt. Bij het eerste perspectief wordt getracht tot een oordeel te komen over de determinanten van de prijsontwikkeling op de middellange termijn, op basis van de reële bedrijvigheid en de financiële verhoudingen binnen de economie. Daarbij wordt rekening gehouden met het feit dat de prijsontwikkeling op de middellange termijn grotendeels wordt beïnvloed door de wisselwerking tussen de vraag en het aanbod op de goederen-, diensten- en arbeidsmarkten. De ECB noemt dit de "economische analyse". Bij het tweede perspectief, dat de "monetaire analyse" wordt genoemd, richt de beschouwing zich op de langere termijn, waarbij gebruik wordt gemaakt van het verband op die termijn tussen de geldhoeveelheid en de prijzen. De monetaire analyse dient er in hoofdzaak toe om, gezien op de middellange tot lange termijn, de voor het monetaire beleid relevante, uit de economische analyse voortvloeiende signalen voor de korte tot middellange termijn te verifiëren.

... om te waarborgen dat geen relevante informatie verloren gaat

De benadering op basis van de twee pijlers is erop gericht te waarborgen dat bij de beoordeling van de risico's voor de prijsstabiliteit geen relevante informatie verloren gaat en dat terdege aandacht wordt besteed aan de verschillende perspectieven en aan de verificatie van de verkregen signalen om zodoende tot een algeheel oordeel

omtrent de risico's voor de prijsstabiliteit te kunnen komen. Deze benadering brengt, ook naar het publiek toe, de notie van een gediversifieerde analyse tot uitdrukking en waarborgt een gedegen besluitvorming op basis van verschillende analytische perspectieven (zie Kader 3.4 voor een bespreking van alternatieve strategieën).

Economische analyse

De economische analyse is in hoofdzaak gericht op een beoordeling van de lopende economische en financiële ontwikkelingen en de daarin begrepen risico's voor de prijsstabiliteit op de korte tot middellange termijn. De economische en financiële grootheden die worden geanalyseerd omvatten onder meer de ontwikkeling van de algehele productie, de totale vraag en de componenten daarvan, het begrotingsbeleid, de verhoudingen op de kapitaal- en de arbeidsmarkt, een breed scala aan prijs- en kostenindicatoren, de ontwikkeling van de wisselkoers, de wereldeconomie en de betalingsbalans, de financiële markten, en de balansposities van de verschillende sectoren binnen het eurogebied. Al deze factoren zijn van nut bij het beoordelen van de dynamiek van de reële bedrijvigheid en de waarschijnlijke prijsontwikkeling vanuit het perspectief van de wisselwerking tussen vraag en aanbod op de goederen-, diensten- en arbeidsmarkten op de kortere termijn.

Bij deze analyse wordt een grote rol gespeeld door de noodzaak te bepalen wat de aard is van de schokken waaraan de economie onderhevig is, welke effecten deze schokken hebben op de kosten en de prijzen en wat de vooruitzichten zijn op de korte en middellange termijn voor wat betreft de voortplanting van deze schokken binnen de economie. Om de juiste besluiten te kunnen nemen

... draagt bij tot het bepalen van de aard van schokken

Kader 3.4 Alternatieve monetaire-beleidsstrategieën

Door andere centrale banken worden, of zijn in het verleden, diverse andere monetaire-beleidsstrategieën toegepast. Een aantal daarvan is door het EMI en de ECB overwogen alvorens besloten werd de op stabiliteit gerichte, uit twee pijlers bestaande, strategie toe te passen.

Eén van die andere strategieën is een geldhoeveelheidsbeleid. In de praktijk houdt deze strategie in dat de centrale bank door wijzigingen in de officiële rente de geldgroei tracht te versnellen of te vertragen tot een bepaald, tevoren aangekondigd niveau. Dit streefniveau wordt zodanig vastgesteld dat het verenigbaar is met prijsstabiliteit. Een dergelijke strategie gaat uit van twee vooronderstellingen. Ten eerste moet er op de middellange termijn een stabiel verband bestaan tussen de geldhoeveelheid en het prijspeil (bijvoorbeeld in de vorm van een geldvraagvergelijking). Is dat het geval, dan kan er voor de geldhoeveelheid een pad worden uitgezet dat verenigbaar is met prijsstabiliteit. Ten tweede moet de geldhoeveelheid met het monetaire beleid kunnen worden beheerst, ook op de betrekkelijk korte termijn. Tezamen houden deze vooronderstellingen in dat de centrale bank door de officiële rente te wijzigen de geldhoeveelheid op het gewenste pad kan houden en zo – vanwege de stabiliteit van het verband tussen de geldhoeveelheid en de prijzen – indirect prijsstabiliteit kan handhaven.

Hoewel de opzet van de door de ECB toegepaste strategie is beïnvloed door de met een dergelijk beleid opgedane ervaringen, heeft de ECB toch niet gekozen voor een geldhoeveelheidsbeleid. Daarmee werd erkend dat, naast de geldhoeveelheid, andere macro-economische grootheden ook informatie bevatten die van belang is voor op prijsstabiliteit gerichte monetaire-beleidsbesluiten. Bovendien is enige onzekerheid ontstaan over de empirische eigenschappen van de geldhoeveelheid in het eurogebied door de met de overgang naar de Monetaire Unie gepaard gaande institutionele wijzigingen en gedragsveranderingen en – meer in het algemeen – door de mogelijkheid dat bijzondere factoren de monetaire ontwikkelingen tijdelijk kunnen verstoren. Het is hierdoor niet verstandig uitsluitend op de monetaire analyse af te gaan.

Een andere mogelijkheid is een directe-inflatiestrategie. Hierbij worden de monetaire-beleidsbesluiten niet gebaseerd op overwegingen met betrekking tot de geldhoeveelheid, maar richt het beleid zich op het beloop van de inflatie zelf ten opzichte van een bekendgemaakte inflatiedoelstelling. Centrale banken die deze strategie toepassen geven hun monetaire-beleidsbesluiten doorgaans in de vorm van een min of meer mechanische reactie op verschillen tussen een prognose ten aanzien van een bepaalde inflatiemaatstaf enerzijds en een specifieke inflatiedoelstelling voor een bepaalde periode anderzijds. De door de centrale bank opgestelde inflatieprognose staat dan centraal binnen de beleidsanalyse en de beleidsdiscussie, zowel binnen de centrale bank als in de communicatie met het publiek.

Hoewel er vele overeenkomsten bestaan tussen de door de ECB gekozen strategie en de strategieën van centrale banken die het beleid rechtstreeks op de inflatie richten, heeft de ECB om een aantal redenen besloten niet een directe-inflatiestrategie te volgen. Ten eerste wordt, door zich geheel te richten op een geprognosticeerd inflatiecijfer, geen uitgebreid en betrouwbaar kader verkregen waarmee de aard van de risico's voor de

prijsstabiliteit kan worden vastgesteld. In het algemeen hangt de juiste monetaire-beleidsreactie af van de bron waaruit deze risico's voortkomen. Op zijn minst is een diepgaander analyse van de onderliggende economische situatie en het economische gedrag geboden dan die welke in een inflatieprognose alleen besloten ligt. Ten tweede zijn verscheidene aspecten van de standaard directe-inflatiestrategie – zoals de vaste prognosehorizon (van bijvoorbeeld twee jaar) van waaruit bij de monetaire-beleidsbesluiten wordt teruggewerkt – enigszins arbitrair en in vele omstandigheden niet optimaal (factoren die de inflatie na de gekozen prognosehorizon kunnen beïnvloeden, zoals financiële onevenwichtigheden en vermogenprijsverstoringsen, moeten soms bij de nu te nemen monetaire-beleidsbesluiten al in aanmerking worden genomen). Ten derde is het niet eenvoudig de in monetaire aggregaten vervatte informatie te verwerken in inflatieprognoses gebaseerd op conventionele macro-economische modellen. Ten slotte is de ECB van mening dat het onverstandig zou zijn zich te verlaten op één enkele prognose, gezien de aanzienlijke mate van onzekerheid waarmee de economische structuur van het eurogebied is omgeven. De voorkeur wordt gegeven aan een gediversifieerde aanpak van de analyse van economische gegevens op basis van een verscheidenheid aan analytische methoden.

Een derde mogelijkheid is een wisselkoersstrategie, zoals die vóór de derde fase van de Monetaire Unie door diverse Europese landen in het kader van het wisselkoersmechanisme van het Europees Monetair Stelsel werd toegepast. Voor kleine open economieën waar de productie en consumptie van internationaal verhandelde goederen een groot deel van de economie uitmaken, kunnen wisselkoersontwikkelingen via de invoerprijzen een belangrijke invloed uitoefenen op het prijspeil. Een wisselkoersstrategie werd voor het eurogebied niet passend geacht, omdat het eurogebied een grote en relatief gesloten economie is waar de wisselkoersontwikkelingen een geringere invloed op de prijzen hebben.

moet de Raad van Bestuur een diepgaand inzicht hebben in de heersende economische verhoudingen en in de specifieke aard en omvang van eventuele economische verstoringen die een bedreiging kunnen vormen voor de prijsstabiliteit. Zo kan de juiste monetaire-beleidsreactie op de inflatoire gevolgen van een tijdelijke stijging van de internationale olieprijs verschillen van die op hogere consumptieprijzen als gevolg van loonstijgingen die de productiviteitsstijging te boven gaan. Eerstgenoemde schok heeft een voorbijgaande en kortstondige toename van de inflatie tot gevolg, die al snel weer wegebt. Als een dergelijke schok niet tot hogere inflatieverwachtingen leidt, zal deze geen echte bedreiging vormen voor de prijsstabiliteit op de middel-

lange termijn. Bij buitensporige loonstijgingen bestaat echter het gevaar dat een zichzelf in stand houdende spiraal van hogere kosten, hogere prijzen en hogere looneisen ontstaat. Om dit te voorkomen kan een krachtige monetaire-beleidsreactie gewenst zijn, waarmee de centrale bank bevestigt vastberaden te blijven streven naar het handhaven van prijsstabiliteit, waardoor de inflatieverwachtingen worden gestabiliseerd.

Tegen deze achtergrond analyseert de ECB regelmatig de ontwikkeling van de totale productie, de vraag en de arbeidsmarktverhoudingen, een breed scala aan prijs- en kostenindicatoren, het begrotingsbeleid, alsook de betalingsbalans van het eurogebied. Met

Analyse van
reëel-
economische
indicatoren

behulp van deze indicatoren kan onder meer worden gekomen tot een beoordeling van het beloop van de totale vraag, het totale aanbod en de bezettingsgraad. In Kader 3.5 worden enkele van de door de ECB geanalyseerde indicatoren van de economische ontwikkeling besproken en wordt benadrukt hoe belangrijk het is te kunnen beschikken over hoogwaardige statistieken.

Analyse van de ontwikkelingen op de financiële markten

Ook de ontwikkelingen op de financiële markten en in de vermogensprijzen worden nauwlettend gevolgd, niet in het minst omdat deze van invloed kunnen zijn op de prijsontwikkeling (zie paragraaf 3.2). Via de analyse van de vermogensprijzen en van de rendementen op financiële activa kan ook informatie worden verkregen over de op de financiële markten levende verwachtingen ten aanzien van de toekomstige prijsontwikkelingen. Als beleggers bijvoorbeeld obligaties kopen en verkopen, dan geven zij daarmee impliciet hun verwachtingen aan omtrent de toekomstige ontwikkeling van de reële rente en van de inflatie. Met behulp van diverse technieken kan de centrale bank de koersen van financiële activa analyseren om daaruit de impliciete marktverwachtingen ten aanzien van de toekomstige ontwikkelingen af te leiden.

De markten waar financiële activa worden verhandeld, alsmede de koersen die daar tot stand komen, zijn door hun aard toekomstgericht. Veranderingen in vermogensprijzen vormen derhalve grotendeels “nieuws” – informatie over ontwikkelingen die de markten niet hadden verwacht. Zo bezien kunnen, door de vermogensprijzen te volgen, schokken worden gesignaleerd die zich op de economie doen gevoelen, waaronder ook schok-

ken die hun uitwerking hebben op de verwachtingen met betrekking tot de toekomstige economische ontwikkelingen. Bij de analyse van de financiële markten wordt statistische informatie omtrent de koersen van financiële activa uit verschillende bronnen beoordeeld. Bovendien verzamelt de ECB zelf bepaalde statistische informatie (zie Kader 3.5).

De ontwikkeling van de wisselkoers wordt ook nauwgezet gevolgd op eventuele implicaties voor de prijsstabiliteit. Zoals reeds in paragraaf 3.2 besproken, hebben wisselkoersschommelingen via de invoerprijzen een rechtstreeks effect op de prijsontwikkeling. Veranderingen in de wisselkoers kunnen ook leiden tot een verandering van het prijsconcurrentievermogen van binnenlands geproduceerde goederen op de internationale markten, en daarmee tot een verandering van de vraagverhoudingen en mogelijk ook van de prijsvooruitzichten. Als hierdoor het gedrag van de bij de loon- en prijsvorming betrokken partijen wordt beïnvloed, kunnen van de wisselkoers zelfs tweederonde-effecten uitgaan.

De door de ECB uitgevoerde economische analyse is in de loop van de tijd aanzienlijk verbeterd en uitgebreid. Dit is in belangrijke mate het gevolg geweest van de voortgang die is geboekt zowel bij de productie van reëel-economische en financiële statistieken voor het eurogebied als bij de analytische verwerking van deze informatie. Voorts is een aantal analytische en empirische modellen ontwikkeld waarmee tot een betere beoordeling van de ontwikkelingen in het verleden en het heden kan worden gekomen, waarmee betrouwbaarder prognoses voor de korte termijn kun-

Analyse van de wisselkoersontwikkeling

Economische analyse in de loop van de tijd uitgebreid

Kader 3.5 Statistieken betreffende de economische en financiële ontwikkelingen in het eurogebied

Zoals in Hoofdstuk 3 uiteengezet, is de keten van oorzaak en gevolg die de monetaire beleidsbesluiten en het prijspeil met elkaar verbindt complex en gekenmerkt door vertragingen, die aanzienlijk kunnen zijn. Daarom moet een breed scala aan indicatoren worden gevolgd om de vooruitzichten voor prijsstabiliteit te kunnen beoordelen.

Ten eerste kunnen, voor wat de prijs- en kostenontwikkelingen betreft, naast de HICP en de componenten ervan, de prijsontwikkelingen in de industriële sector, afgemeten aan de producentenprijzen, van belang zijn om toekomstige veranderingen in de consumptieprijzen te kunnen signaleren, omdat veranderingen in de productiekosten doorwerken in de consumptieprijzen. De arbeidskosten, die een belangrijk onderdeel vormen van de algehele productiekosten, hebben een aanzienlijke invloed op de prijsvorming. Statistieken met betrekking tot de arbeidskosten verschaffen ook informatie over het concurrentievermogen van de economie van het eurogebied.

Ten tweede bevatten indicatoren van de productie en de vraag (nationale rekeningen, conjunctuurstatistieken met betrekking tot de bedrijvigheid in de industrie en de dienstensector, de orderportefeuille, en kwalitatieve enquêteresultaten) informatie over de conjunctuurfase, een belangrijk element bij de door de ECB verrichte analyse van de vooruitzichten voor de prijsontwikkeling. Voorts zijn arbeidsmarktgegevens (met betrekking tot de werkgelegenheid, de werkloosheid, de openstaande vacatures en de participatiegraad) van essentieel belang bij het volgen van de conjunctuurontwikkeling en het beoordelen van structurele veranderingen in het functioneren van de economie van het eurogebied. Bovendien neemt de overheidssector een aanzienlijk deel van de economische bedrijvigheid voor zijn rekening, zodat informatie over zowel de financiële als de niet-financiële rekeningen van de overheid onontbeerlijk is.

Ten derde bevatten de betalingsbalansstatistieken, tezamen met de statistieken met betrekking tot de buitenlandse handel, belangrijke informatie over de ontwikkeling van de in- en de uitvoer die via de vraagverhoudingen de inflatiedruk kan beïnvloeden. Met behulp van deze gegevens kunnen ook de invoer- en de uitvoerprijzen – thans benaderd met behulp van indices van de waarde per eenheid van de invoer en de uitvoer – worden gevolgd. Deze indices zijn van nut bij de beoordeling van met name het mogelijke effect op de invoerprijzen van wisselkoersschommelingen en van veranderingen in grondstoffenprijzen (zoals de olieprijs). Hoewel het eurogebied, vergeleken met de afzonderlijke eurolanden, een betrekkelijk gesloten economie vormt, is geïmporteerde inflatie wel degelijk van invloed op de ontwikkeling van de binnenlandse producenten- en consumentenprijzen.

Wat de financiële ontwikkelingen betreft, bevatten de balansstatistieken voor de monetaire financiële instellingen (MFI's) informatie waaruit de monetaire aggregaten voor het eurogebied en de tegenposten ervan kunnen worden afgeleid (zie Kader 2.3). Deze statistieken vormen ook de basis voor de berekening van de reserves die de MFI's bij de nationale centrale banken van het eurogebied moeten aanhouden. Daarnaast verzamelt de ECB statistieken omtrent de door MFI's op deposito's en leningen toegepaste rentevoeten. De gegevens met betrekking tot de financiële rekeningen omvatten de

financiële transacties en de balansen van alle economische sectoren, zoals huishoudens en financiële en niet-financiële vennootschappen. Uit deze statistieken blijken de beleggingen en de financiering van de verschillende sectoren, de vermogens- en de schuldontwikkeling, en de financiële verhoudingen tussen de sectoren.

Om nadere gegevens met betrekking tot het financieringsklimaat te verkrijgen, houdt de ECB regelmatig een enquête naar de bancaire kredietverlening in het eurogebied. De resultaten van deze enquête vormen een aanvulling op de statistieken aangaande de bancaire rente en de bancaire kredietverlening, en verschaffen informatie over de vraag- en aanbodverhoudingen op de kredietmarkten binnen het eurogebied en over het acceptatiebeleid van de banken in het eurogebied. Ten slotte publiceert de ECB maandstatistieken met betrekking tot schuldbewijzen en genoteerde aandelen en kwartaalstatistieken over de beleggingsfondsen in het eurogebied en de financiering en de beleggingen van de verzekeringsinstellingen en pensioenfondsen in het eurogebied. De ECB publiceert ook statistieken omtrent de koersontwikkelingen op de financiële markten. Al deze statistieken worden intensief gebruikt bij de systematische analyse van de structuur van en de dynamiek op de financiële markten, met inbegrip van de verwachtingen van de economische subjecten ten aanzien van de toekomstige economische en financiële ontwikkelingen.

Hoogwaardige statistieken zijn onmisbaar voor het verkrijgen van een betrouwbaar beeld van de economie. Door onvolledige of onbetrouwbare statistieken veroorzaakte beleidsfouten kunnen duur uitpakken wanneer zij leiden tot een hogere inflatie en een grotere volatiliteit van de economische bedrijvigheid. De kwaliteit van statistieken hangt af van diverse aspecten. Ten eerste moeten alle industriële en institutionele sectoren van de economie worden gedekt. Naast de conventionele statistieken met betrekking tot de industrie en de handel, zijn indicatoren voor de steeds belangrijker wordende dienstensector nodig. Ten tweede is harmonisatie van begrippen en methoden vereist om te waarborgen dat de uit nationale reeksen samengestelde indicatoren voor het eurogebied betrouwbare informatie bevatten voor monetaire-beleidsbesluiten. Ten derde zijn tijdigheid en een voldoende hoge frequentie van de gegevens van essentieel belang voor een op de toekomst gerichte monetaire-beleidsvoering. Ten vierde zijn voldoende historische gegevens nodig voor econometrische analyses als bijdrage aan het inzicht in de economie van het eurogebied.

De statistieken voor het eurogebied worden voortdurend verder ontwikkeld en verbeterd. Voor vele terreinen die door de statistieken van het eurogebied worden bestreken zijn gemeenschappelijke methodologische standaarden ontwikkeld. In dit verband zijn diverse initiatieven genomen. Op verscheidene statistische terreinen zijn de afgelopen jaren nieuwe indicatoren voor het eurogebied ontwikkeld en zijn de tijdigheid en de vergelijkbaarheid verbeterd. Zo is in het Actieplan inzake de statistische vereisten betreffende de EMU van september 2000, dat door de Europese Commissie (Eurostat) in nauwe samenwerking met de ECB is opgesteld, een gedetailleerde prioriteitenlijst opgenomen voor de verbetering van de economische statistieken. Dit is verder aangevuld door de vaststelling van een lijst indicatoren voor het eurogebied die van essentieel belang worden geacht voor de conjunctuuranalyse. In deze lijst, die bekend staat als "Voornaamste Europese Economische Indicatoren", zijn doelstellingen ten aanzien van de tijdigheid opgenomen, die in 2005 moeten zijn gerealiseerd.

nen worden opgesteld en waarmee een betere basis wordt verschaft voor de regelmatig opgestelde macro-economische projecties voor het eurogebied. Door de gegevens met alle beschikbare instrumenten te analyseren, wordt gekomen tot een uitgebreide beoordeling van de economische situatie en van de vooruitzichten voor het eurogebied, die voortdurend wordt geactualiseerd.

Macro-economische projecties voor het eurogebied ...

Bij de economische analyse wordt een belangrijke rol gespeeld door de macro-economische projecties van de staf van het Eurosysteem. Met behulp van deze projecties, die onder verantwoordelijkheid van de staf van het Eurosysteem worden opgesteld, wordt een grote hoeveelheid economische gegevens gestructureerd en samengevoegd en wordt de consistentie van uit verschillende bronnen afkomstige gegevens gewaarborgd. De projecties vormen een belangrijk instrument voor het aanscherpen van de beoordeling van de economische vooruitzichten en van de schommelingen van de inflatie op de korte tot middellange termijn rond het trendgemiddelde.

... op basis van technische aannames, ...

Met het woord “projecties” wordt onderstreept dat de gepubliceerde projecties de uitkomst vormen van een scenario dat is gebaseerd op een reeks technische aannames, waaronder die dat de korte rente ongewijzigd blijft. Op deze wijze worden bij veel centrale banken projecties opgesteld om de monetaire-beleidsmakers te informeren over wat kan gebeuren als de beleidsrente ongewijzigd blijft.

Het zal duidelijk zijn dat met een dergelijke projectie over het algemeen niet de beste voorspelling wordt verkregen van de toekomstige ontwikke-

lingen, met name op de wat langere termijn. In feite belichaamt de projectie een scenario dat zich in de praktijk waarschijnlijk niet zal voordoen, aangezien met het monetaire beleid op elke bedreiging van de prijsstabiliteit zal worden gereageerd. De door de staf van het Eurosysteem opgestelde macro-economische projecties van het beloop van de inflatie mogen derhalve in geen geval zo worden opgevat alsof daarmee de vastberadenheid van de Raad van Bestuur om op de middellange termijn prijsstabiliteit te handhaven in twijfel zou worden getrokken. De bij het loon- en prijsvormingsproces betrokken partijen (overheid, bedrijven en huishoudens) kunnen erop vertrouwen dat de door de ECB gehanteerde kwantitatieve definitie van prijsstabiliteit en met name de doelstelling om de inflatie onder maar dicht bij 2% te houden de “beste prognose” vormt voor de prijsontwikkelingen op de middellange en lange termijn.

De macro-economische projecties van de staf van het Eurosysteem worden opgesteld met behulp van een aantal instrumenten en basisgegevens. Voor het eurogebied, alsook voor de afzonderlijke landen, zijn diverse macro-economische modellen beschikbaar. Als onduidelijk is welk model het meest geschikt is, dan is het beter gebruik te maken van meerdere modellen, die uiteenlopende visies op de economische structuur belichamen en die met verschillende methoden zijn geschat, dan op één enkel allesomvattend kader af te gaan. De met behulp van deze modellen opgestelde projecties worden vervolgens aangepast op basis van de bij de staf van zowel de ECB als de nationale centrale banken aanwezige kennis.

... modellen en technische kennis van stafleden

Hoewel de door de staf van het Euro-systeem opgestelde macro-economische projecties nuttig zijn, kennen zij ook beperkingen. Ten eerste hangt de uiteindelijke projectie voor een groot deel af van het onderliggende begripkader en de gebruikte technieken. Een dergelijk kader is noodzakelijkerwijs een vereenvoudiging van de werkelijkheid, waarin soms elementen die voor het monetaire beleid van belang zijn kunnen worden veronachtzaamd.

Ten tweede kunnen economische projecties slechts een summiere beschrijving van de economie geven, waardoor zij niet alle relevante informatie bevatten. Met name belangrijke informatie, zoals die welke in de monetaire aggregaten is begrepen, kan niet op een eenvoudige wijze in het voor de opstelling van de projecties gebruikte kader worden geïntegreerd; bovendien kan deze informatie na afronding van de projecties onderhevig zijn aan verandering.

Ten derde is het onvermijdelijk dat de meningen van de deskundigen in de projecties doorwerken, meningen waarmee men het op goede gronden niet altijd eens hoeft te zijn. Ten vierde zijn projecties altijd gebaseerd op specifieke aannames – zoals die met betrekking tot de oliepijzen of de wisselkoers – waarmee men het niet eens behoeft te zijn of die snel kunnen veranderen, waardoor de projecties achterhaald zijn.

Ook moet worden bedacht dat de mate waarin prognoses betrouwbaar blijken te zijn sterk afneemt naarmate de door de prognose bestreken periode langer is. Soms, met name als onzekerheid heerst over de houdbaarheid van het beloop van de vermogenspijzen, kan het voor de centrale bank aanbeveling

verdienen met het rentebeleid te reageren op dergelijke ontwikkelingen die anders de prijsstabiliteit zouden kunnen beïnvloeden in perioden die aanzienlijk verder in de toekomst liggen dan die welke gewoonlijk door prognoses worden bestreken.

Ten slotte verdient het, voor wat de aannames betreft die gewoonlijk aan de voor prognoses gebruikte modellen ten grondslag liggen, aanbeveling de betrouwbaarheid van de informatie uit verschillende bronnen te beoordelen en te vergelijken. Om de economische situatie en de vooruitzichten voor prijsstabiliteit volledig te kunnen beoordelen, moet de Raad van Bestuur worden voorzien van gegevens op basis van een verscheidenheid aan technieken alsmede beleidssimulaties op basis van verschillende modellen, waarna de Raad zijn eigen oordeel moet vormen, met name voor wat betreft de kans dat bepaalde hypothetische scenario's uiteindelijk werkelijkheid zullen worden. Het gebruik van de projecties moet derhalve immer gepaard gaan met een uitgebreide en breed gebaseerde analyse van de economische krachten die zich binnen de economie doen gelden.

Om al deze redenen spelen de macro-economische projecties van de staf van het Eurosysteem een belangrijke maar niet overwegende rol binnen de monetaire-beleidsstrategie van de ECB. De Raad van Bestuur beoordeelt de projecties tezamen met een grote hoeveelheid andere informatie en analyses binnen het uit de twee pijlers bestaande kader. Daarbij gaat het onder meer om de monetaire analyse, de analyse van de koersen van financiële activa en de beoordeling van aparte indicatoren en prognoses van andere instellingen. De Raad van Bestuur aanvaardt geen ver-

.. wat de
noodzaak
benadrukt
verschillende
bronnen en
technieken te
benutten

Al met al spelen
projecties een
belangrijke, zij
het niet
overwegende rol

Kader 3.6 De geldhoeveelheid en het prijsniveau op de lange termijn

In een aantal studies (zie het Hoofdstuk Publicaties) is het verband onderzocht tussen de geldhoeveelheid en de inflatie in het eurogebied op de (middel)lange termijn. Daarin is dit onderwerp vanuit verschillende gezichtshoeken en met gebruikmaking van verschillende empirische technieken bestudeerd.

Bij een eerste categorie studies is het verband onderzocht tussen de geldhoeveelheid en de inflatie op verschillende termijnen. Op basis van verscheidene statistische methoden en filtertechnieken wordt in het algemeen geconcludeerd dat het beloop van de geldhoeveelheid op de lange termijn een zeer nauw verband vertoont met de prijstendenzen op de langere termijn.

Bij een tweede categorie studies hebben de onderzoekers zich gericht op de vraag of met behulp van de geldhoeveelheid het prijsniveau kan worden voorspeld (oftewel de vraag of de geldhoeveelheid als voorlopende indicator kan fungeren). Op basis van een verscheidenheid aan voorspeltechnieken kan worden geconcludeerd dat er zeer sterke aanwijzingen zijn dat met behulp van de groei van de ruime monetaire aggregaten de inflatie kan worden voorspeld, met name voor perioden langer dan twee jaar. Bovendien bevatten verscheidene monetaire indicatoren indirecte informatie over de risico's voor de prijsstabiliteit via de invloed die zij kunnen hebben op andere economische grootheden dan het prijsniveau, welke dan later weer de prijsvorming kunnen beïnvloeden. Zo hebben de enge monetaire aggregaten voorlopende-indicatoreigenschappen met betrekking tot de vraagverhoudingen en derhalve de conjuncturele ontwikkeling. Bovendien kan een groei van de geldhoeveelheid en van de kredietverlening die uitgaat boven het tempo dat nodig is om de economische groei zonder inflatie op peil te houden onder bepaalde omstandigheden wijzen op het ontstaan van financiële instabiliteit of speculatieve stijgingen van de vermogensprijzen. Dergelijke informatie kan al in een vroeg stadium duiden op de opbouw van destabiliserende krachten met negatieve gevolgen voor de bedrijvigheid en op de middellange termijn ook voor het prijsniveau.

Bij een derde categorie studies is getracht het beloop van de geldhoeveelheid te verklaren door het in verband te brengen met een aantal fundamentele economische grootheden zoals het reële bbp (als maatstaf van de transacties) en verschillende rentevoeten (als maatstaven van de alternatieve kosten van het aanhouden van geld). Met behulp van dit soort modellen kunnen in het algemeen het teken en de omvang van de invloed van deze determinanten van de geldvraag worden gekwantificeerd, en kan ook vaak een onderscheid worden gemaakt tussen dynamische krachten en evenwichten op de langere termijn. Zij zijn derhalve bijzonder geschikt voor het onderzoek naar de aard en het effect van schokken die van invloed zijn op de geldvraag.

Tezamen genomen kunnen de in het algemeen gunstige resultaten van deze verschillende studies worden opgevat als bevestiging van het bestaan van een stabiel verband tussen de nominale geldvraag en de prijzen in het eurogebied op de (middel)lange termijn.

antwoordelijkheid voor de projecties van de staf en gebruikt ze ook niet als het enige instrument bij de oordeelsvorming en de communicatie daarvan naar het publiek.

Monetaire analyse

De ECB heeft binnen het samenstel aan indicatoren die nauwgezet worden gevolgd en bestudeerd een bijzondere positie toegekend aan de geldhoeveelheid. Dit besluit is genomen in het licht van het feit dat de geldgroei en de inflatie op de middellange tot lange termijn nauw met elkaar in verband staan (in Kader 3.6 wordt een samenvatting gegeven van enkele studies terzake). Dit algemeen aanvaarde verband verschaft aan het monetaire beleid een stevig en betrouwbaar nominaal anker, ook voor perioden die zich uitstrekken na die waarop inflatieprognoses zich gewoonlijk richten. Door binnen de strategie aan de geldhoeveelheid een prominente rol toe te kennen is ook de oriëntatie van deze strategie op de middellange termijn van een steviger fundament voorzien. Als de centrale bank de beleidsbesluiten en de beoordeling van de gevolgen daarvan niet slechts baseert op de aanwijzingen voor de korte termijn zoals die voortvloeien uit de analyse van de economische en financiële verhoudingen, maar ook op overwegingen met betrekking tot de geldhoeveelheid en de liquiditeitsverhoudingen, dan wordt daarmee verder gekeken dan de periode waarin de voorbijgaande invloed van de verschillende schokken zich doet gevoelen en wordt weerstand geboden aan de verleiding om een al te activistische koers te volgen.

Om uitdrukking te geven aan het belang van de monetaire analyse en om een ijkpunt te verschaffen voor de beoordeling van de monetaire ont-

wikkelingen, heeft de ECB een referentiewaarde aangekondigd voor het ruime monetaire aggregaat M3. Deze referentiewaarde heeft betrekking op de groei van M3 die verenigbaar wordt geacht met prijsstabiliteit op de middellange termijn. (In Kader 3.7 wordt uiteengezet hoe de referentiewaarde is afgeleid.)

De referentiewaarde vertegenwoordigt daardoor een “natuurlijk” ijkpunt bij de analyse van de informatie-inhoud van de monetaire ontwikkelingen in het eurogebied. De referentiewaarde zorgt ervoor dat de centrale bank bij voortdurende herinnering aan het basisbeginsel dat, bij de beleidsreacties op de economische ontwikkelingen, nooit uit het oog mag worden verloren dat, gedurende een voldoende lange periode, het tempo van de geldgroei moet overeenstemmen met de doelstelling van prijsstabiliteit. Als gevolg van het feit dat het monetaire perspectief de middellange tot lange termijn beslaat, bestaat er echter geen rechtstreeks verband tussen de monetaire ontwikkelingen op de korte termijn en de monetaire-beleidsbesluiten. Met het monetaire beleid wordt derhalve niet op een mechanische wijze gereageerd op afwijkingen van de groei van M3 ten opzichte van de referentiewaarde.

Hieraan ligt onder meer ten grondslag dat de monetaire ontwikkelingen soms ook worden beïnvloed door “bijzondere” factoren die het gevolg zijn van institutionele veranderingen, zoals een wijziging in de manier waarop rente-inkomsten of vermogenswinsten fiscaal worden behandeld. Deze bijzondere factoren kunnen aanleiding geven tot veranderingen in de geldaanhouding, omdat particulieren en bedrijven reageren op veranderingen in het rendement op banktegoeden die

Geld biedt een nominaal anker

De referentiewaarde voor de geldgroei

Analyse van bijzondere factoren

Kader 3.7 De door de ECB gehanteerde referentiewaarde voor de geldgroei

De prominente rol die in de strategie van de ECB aan de geldhoeveelheid is toegekend is tot uiting gekomen in de aankondiging van een referentiewaarde voor de groei van het ruime monetaire aggregaat M3. Voor M3 is gekozen omdat er op basis van verscheidene empirische studies sterke aanwijzingen zijn dat dit aggregaat alle gewenste eigenschappen bezit, zoals met name een stabiel geldvraagverband en voorlopende-indicatoreigenschappen met betrekking tot het toekomstige prijsbeloop in het eurogebied. De referentiewaarde voor de groei van M3 is zodanig gekozen dat zij overeenkomt met de verwezenlijking van prijsstabiliteit. Onder normale omstandigheden geven aanzienlijke of langdurige verschillen tussen de geldgroei en de referentiewaarde aan dat zich op de middellange termijn risico's voordoen voor de prijsstabiliteit.

De afleiding van de referentiewaarde is gebaseerd op de verhouding tussen (veranderingen in) de geldgroei (ΔM), de inflatie (ΔP), de reële bbp-groei (ΔYR) en de omloopsnelheid (ΔV). Volgens deze definitierelatie, die onder economen algemeen bekend staat als de “verkeersvergelijking”, is de verandering van de geldhoeveelheid binnen de economie gelijk aan de verandering van de nominale transacties (benaderd door de mutatie van het reële bbp plus de mutatie van de inflatie) minus de verandering in de omloopsnelheid. De omloopsnelheid kan worden gedefinieerd als de snelheid waarmee geld tussen verschillende houders wordt overgedragen en geeft dus aan welke hoeveelheid geld nodig is voor een bepaald niveau van nominale transacties.

$$\Delta M = \Delta YR + \Delta P - \Delta V$$

In de referentiewaarde ligt de definitie van prijsstabiliteit besloten als een stijging van de HICP voor het eurogebied van minder dan 2% per jaar. Voorts is de afleiding van de referentiewaarde gebaseerd op aannames voor de middellange termijn met betrekking tot de potentiële productiegroei en de omloopsnelheid van M3. In 1998 is, op basis van ramingen van zowel internationale organisaties als de ECB zelf, aangenomen dat de potentiële reële bbp-groei voor het eurogebied op de middellange termijn 2-2^{1/2} % per jaar bedraagt. De aanname met betrekking tot de omloopsnelheid is afgeleid met behulp van diverse benaderingen, met inachtneming van eenvoudige (univariate) tendensen alsmede informatie uit complexere geldvraagmodellen. Tezamen wezen de uitkomsten hiervan op een daling van de omloopsnelheid van M3 met 1/2 - 1% per jaar. Op basis van deze aannames is de referentiewaarde van de ECB in december 1998 door de Raad van Bestuur gesteld op 4^{1/2} % per jaar. Voorts besloot de Raad van Bestuur de ontwikkelingen ten opzichte van de referentiewaarde te beoordelen op basis van een voortschrijdend driemaands gemiddelde van de twaalfmaand groei van het ruime monetaire aggregaat. Op deze wijze worden de maandelijkse schommelingen, die aanzienlijk kunnen zijn, geëgaliseerd.

Gedurende de periode 1999-2002 heeft de Raad van Bestuur aan het einde van elk jaar de aan de afleiding van de referentiewaarde ten grondslag liggende aannames met betrekking tot de tendensen op de middellange termijn binnen de potentiële productiegroei en de inkomensomloopsnelheid van M3 aan een kritische beschouwing onderworpen. Aangezien zich geen nieuwe aanwijzingen hebben aangediend die aanleiding zouden geven

tot aanpassing van de onderliggende aannames, is de referentiewaarde gedurende die periode ongewijzigd gebleven. In mei 2003 heeft de Raad van Bestuur besloten de referentiewaarde niet meer jaarlijks te bezien, omdat de ervaring leert dat de onderliggende aannames met betrekking tot de tendensen op de middellange termijn niet vaak behoeven te worden aangepast. Tegelijkertijd heeft de Raad van Bestuur duidelijk gemaakt dat de geldigheid van de aan de referentiewaarde ten grondslag liggende voorwaarden en aannames ook in de toekomst regelmatig zal worden getoetst en dat, mocht het nodig zijn daarin wijziging aan te brengen, daaraan bekendheid zal worden gegeven.

in de definitie van geld zijn opgenomen ten opzichte van het rendement op alternatieve financiële instrumenten. De door deze bijzondere factoren veroorzaakte monetaire ontwikkelingen bevatten echter niet noodzakelijkerwijs nuttige informatie ten aanzien van de vooruitzichten voor prijsstabiliteit. Derhalve wordt bij de monetaire analyse van de ECB getracht de aandacht te richten op de onderliggende monetaire tendensen door in deze analyse tevens een gedetailleerde beoordeling op te nemen van de bijzondere factoren en andere schokken die van invloed zijn op de geldvraag.

**Uitgebreide
beoordeling van
de liquiditeits-
en krediet-
verhoudingen**

Zoals eerder aangegeven, gaat de analyse van de monetaire ontwikkelingen verder dan de beoordeling van de groei van M3 ten opzichte van de referentiewaarde. Bij de monetaire analyse wordt gebruik gemaakt van de kennis die de ECB heeft met betrekking tot de institutionele kenmerken van de financiële en de monetaire sector. Bij het volgen van de monetaire verhoudingen binnen het eurogebied maakt de ECB ook gebruik van een scala aan kleinschalige geldvraag- en monetaire-indicator modellen die zijn ontwikkeld en gepubliceerd door stafleden van de ECB en wetenschappers uit de universitaire wereld.

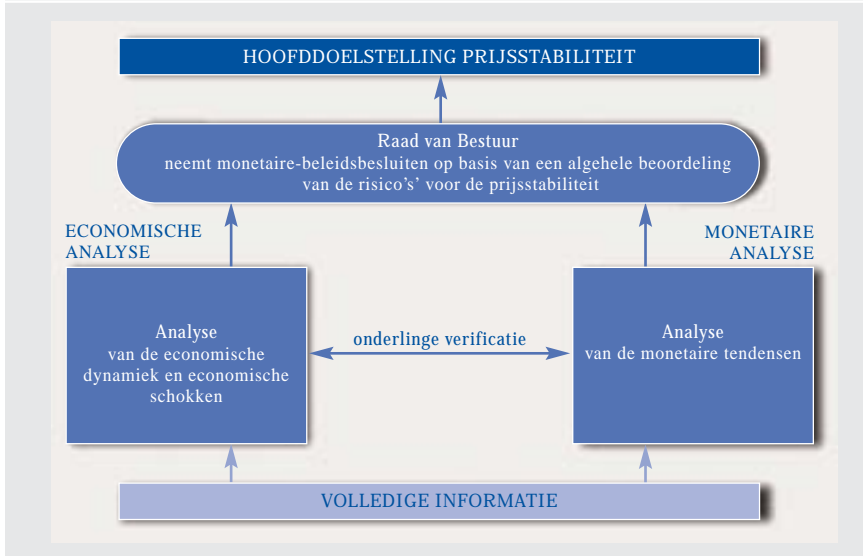
Bij de monetaire analyse wordt een uitgebreid oordeel gevormd omtrent de liquiditeitsverhoudingen op basis van informatie over de balanscontext

van de groei van M3 (d.w.z. de tegenposten van M3 op de geconsolideerde balans van de MFI-sector, met name leningen aan de particuliere sector) alsmede de samenstelling van de groei van M3 (d.w.z. de componenten). Een dergelijke gedetailleerde analyse van de tegenposten en van de structuur van de groei van M3 maakt het mogelijk uit de monetaire ontwikkelingen die signalen te destilleren die van belang zijn voor de vaststelling van de inflatietendensen op de langere termijn. Daarbij wordt aan de meest liquide componenten van M3 – en met name aan M1 – in het bijzonder aandacht geschonken, aangezien deze de transactiemotieven voor het aanhouden van geld het best weerspiegelen en derhalve wellicht het nauwst zijn gerelateerd aan de totale bestedingen.

Tezelfdertijd is een diepgaand inzicht in de onderlinge verbanden tussen M3 en de tegenposten daarvan van groot belang voor de beoordeling of de waargenomen veranderingen in de geldgroei het gevolg zijn van “portefeuilleherstellingen” en of deze al dan niet van invloed zijn op de prijstendensen.

Ten slotte kan een groei van de geldhoeveelheid en van de kredietverlening die uitgaat boven het tempo dat nodig is om de economische groei zonder inflatie op peil te houden, een vroegtijdige waarschuwing inhouden – naast die afgegeven door de meer gebruikelijke indicatoren – voor een

Grafiek 3.2 De op stabiliteit gerichte monetaire-beleidsstrategie van de ECB



zich ontwikkelende financiële instabiliteit. Dergelijke informatie is van belang voor het monetaire beleid aangezien financiële onevenwichtigheden of speculatieve stijgingen van de vermogensprijzen op de middellange termijn een destabiliserend effect kunnen hebben op de bedrijvigheid en uiteindelijk ook op de prijzen.

Onderlinge verificatie van de informatie uit de twee pijlers

Onderlinge verificatie van beide analyses

Bij de besluitvorming binnen de Raad van Bestuur met betrekking tot de koers van het monetaire beleid, worden binnen de benadering op basis van twee pijlers de aanwijzingen uit de economische analyse op de korte termijn geverifieerd aan de hand van die uit de op de langere termijn gerichte monetaire analyse. Zoals hierboven nader uiteengezet, wordt aldus gewaarborgd dat bij het monetaire beleid geen belangrijke informatie voor de beoordeling van het toekomstige prijsbehoop over het hoofd wordt gezien. Hierbij worden alle punten waarop de twee pijlers elkaar aanvullen ten volle benut,

aangezien aldus het best kan worden gewaarborgd dat alle voor het beoordelen van de prijsvooruitzichten belangrijke informatie consistent en doelmatig wordt aangewend, waardoor zowel de besluitvorming als de verantwoording daarover aan het publiek wordt vergemakkelijkt (zie Grafiek 3.2). Met deze benadering wordt het risico verminderd van beleidsfouten als gevolg van een al te sterke gerichtheid op één enkele indicator, één enkele prognose of één enkel model. Door de beoordeling van de economische verhoudingen te diversifiëren, kan met de strategie van de ECB in een onzeker klimaat een krachtig en goed gefundeerd monetair beleid worden gevoerd.

3.6 VERANTWOORDING, DOORZICHTIGHEID EN COMMUNICATIE

De onafhankelijkheid, verantwoordingsplicht en doorzichtigheid van de centrale bank

Zoals in Hoofdstuk 1 uiteengezet, bestaan er goede redenen om de taak van het handhaven van prijsstabiliteit

Onafhankelijkheid en verantwoordingsplicht

toe te vertrouwen aan een onafhankelijke centrale bank, die niet onderhevig is aan eventuele politieke druk. Tezelfdertijd moet tegenover de onafhankelijkheid van de centrale bank in een democratische maatschappij de plicht staan verantwoording af te leggen aan de burgers en aan de door hen gekozen vertegenwoordigers. De verantwoordingsplicht kan worden opgevat als de juridische en politieke verplichting van de centrale bank om de door haar genomen besluiten aan de burgers en hun gekozen vertegenwoordigers uit te leggen en tegenover hen te verantwoorden; op deze wijze kan de centrale bank door hen verantwoordelijk worden gehouden voor de vervulling van de aan haar opgelegde doelstellingen. De plicht verantwoording af te leggen is een kernelement van democratische legitimiteit. Met een duidelijk omschreven mandaat wordt de basis gelegd voor de democratische legitimiteit van de overdracht van het monetaire beleid aan een onafhankelijke centrale bank, terwijl de allesoverheersende oriëntatie op het mandaat van prijsstabiliteit het voor de burgers eenvoudiger maakt een onafhankelijke centrale bank ter verantwoording te roepen. In dit opzicht oefent de verantwoordingsplicht op de centrale bank een disciplinerende werking uit om de taken zo goed mogelijk te vervullen.

De ECB moet verantwoording afleggen aan de burgers van de Europese Unie

Hoe door de centrale bank verantwoording moet worden afgelegd hangt af van het institutionele kader en het verleende mandaat. Als een krachtens het Verdrag opgerichte instelling en handelend binnen de aan haar toegekende bevoegdheden, heeft de ECB de statutaire taak prijsstabiliteit te handhaven en andere centrale-banktaken voor het eurogebied als geheel te vervullen. Derhalve is de ECB allereerst verantwoording schuldig aan de bur-

gers van de Europese Unie, van wie de legitimiteit van het Verdrag stamt, en – in meer formele zin – aan het Europees Parlement als de enige rechtstreeks door de burgers van de EU gekozen Europese instelling.

De verhouding tussen de ECB en het Europees Parlement in dit opzicht wordt bepaald door het Verdrag, met volledige inachtneming van de onafhankelijke status van het Eurosysteem. In het Verdrag is voor de ECB voorzien in een aantal rapportageverplichtingen (zoals de aanbidding van een Jaarverslag aan het Europees Parlement, de Commissie en de Raad van de EU) en is bepaald dat, om uitvoering te geven aan de verantwoordingsplicht, de President van de ECB regelmatig voor het Europees Parlement moet verschijnen (zie Hoofdstuk 1).

Verhouding tussen de ECB en het Europees Parlement

Een met “verantwoordingsplicht” nauw verwant maar toch verschillend begrip is dat van de “doorzichtigheid” van de centrale bank. Doorzichtigheid kan worden gedefinieerd als een klimaat waarin de centrale bank op een open, heldere en tijdige wijze de burgers en de markten alle van belang zijnde informatie verschaft met betrekking tot de strategie, de inzichten en de beleidsbesluiten alsmede de procedures. Heden ten dage beschouwen de meeste centrale banken, waaronder de ECB, doorzichtigheid als een uiterst belangrijk element van het monetaire-beleidskader, en door hen wordt het belang benadrukt van een effectieve communicatie en een goede wisselwerking met de burgers. Uiteindelijk zijn alle inspanningen om de doorzichtigheid te verhogen erop gericht te waarborgen dat het monetaire beleid beter door de burgers wordt begrepen en daarmee geloofwaardiger en effectiever wordt.

Doorzichtigheid

Waardoor wordt een centrale bank doorzichtig?

Doorzichtigheid vereist allereerst dat de centrale bank helder uiteenzet hoe zij haar mandaat opvat en duidelijk is over de nagestreefde beleidsdoelstellingen. Daardoor wordt het publiek in staat gesteld te beoordelen hoe goed de centrale bank haar taken vervult. Bovendien moet de centrale bank het bij de interne besluitvorming toegepaste analytische kader uiteenzetten, haar beoordeling ten aanzien van de economische situatie duidelijk maken, en bij vele gelegenheden uiteenzetten welke economische gronden aan de beleidsbesluiten ten grondslag hebben gelegen. De doorzichtigheid kan worden verhoogd door een systematisch kader voor zowel de interne besluitvorming als de externe communicatie met de burgers, met name door een publiekelijk bekendgemaakte monetaire-beleidsstrategie.

Doorzichtigheid verhoogt de effectiviteit van het monetaire beleid door ...

Het belangrijkste doel van doorzichtigheid ligt in de effectiviteit van het monetaire beleid bij het realiseren van de statutaire doelstellingen. Doorzichtigheid kan om een aantal redenen de effectiviteit van het monetaire beleid ten goede komen.

... de geloofwaardigheid te bevorderen, ...

Ten eerste is duidelijkheid over het mandaat en over de wijze waarop dit wordt gerealiseerd bevorderlijk voor de geloofwaardigheid. Als de centrale bank in de ogen van het publiek in staat en bereid is haar beleidsmandaat te vervullen, zijn de prijsverwachtingen stevig verankerd. In dat verband is het zeer nuttig dat het oordeel van de centrale bank over de economische situatie vaak wordt uitgedragen. Voorts moet de centrale bank openheid betrachten over wat het monetaire beleid vermag en, belangrijker nog, wat het niet vermag (zie paragraaf 3.1).

Ten tweede legt de verplichting tot doorzichtigheid aan de beleidsmakers zelfdiscipline op, en dat bevordert in de tijd consequente beleidsbesluiten en toelichtingen. Door het voor de burgers mogelijk te maken monetaire-beleidsbesluiten te beoordelen worden de besluitvormende organen ertoe aangespoord hun mandaat goed te vervullen.

... aan de beleidsmakers zelfdiscipline op te leggen, ...

Ten derde verschaft de centrale bank, door de monetaire-beleidsstrategie publiekelijk aan te kondigen en door regelmatig bekendheid te geven aan haar oordeel over de economische ontwikkelingen, aan de markten een leidraad zodat de verwachtingen doelmatiger en preciezer kunnen worden gevormd. Dit draagt ertoe bij dat de markten inzicht krijgen in het stelselmatige reactiepatroon van het monetaire beleid op de economische ontwikkelingen en schokken en aldus op de middellange termijn beter kunnen inspelen op de globale koers van het monetaire beleid, waardoor de beleidsreacties voorspelbaarder worden.

... en aan de markten een richtsnoer te bieden

Een dergelijke voorspelbaarheid is van invloed op de monetaire-beleidsvoering: hoewel de centrale bank alleen de zeer korte rente rechtstreeks kan sturen, zijn het beloop van deze rente gedurende langere perioden en de onzekerheidspremies ook van belang voor de transmissie van het monetaire beleid naar de economie. Als de deelnemers aan het economische verkeer de beleidsreacties globaal kunnen inschatten, dan wordt het daarmee mogelijk eventuele (verwachte) wijzigingen in het monetaire beleid snel in de financiële grootheden te verdisconteren. Dat kan dan weer het proces waardoor het monetaire beleid op de investerings- en consumptiebeslissingen doorwerkt bekorten en de eventueel vereiste economische aanpassingen

versnellen, wat de effectiviteit van het monetaire beleid ten goede kan komen.

De rol van de monetaire-beleidsstrategie bij de communicatie van het beleid

Bij de presentatie van het monetaire beleid aan het publiek ...

Om een beter begrip van het monetaire beleid te bevorderen moeten de belangrijkste aspecten van de monetaire-beleidsvorming inzichtelijk worden gemaakt voor het grote publiek. In de praktijk is het echter verre van eenvoudig om het publiek een uitputtend en begrijpelijk overzicht te verschaffen van alle elementen en aspecten van het interne proces van monetaire-beleidsvorming, en er daarbij nog eens voor te zorgen dat de verstrekte informatie goed wordt begrepen.

... moet rekening worden gehouden met de complexiteit van de beleidsvorming ...

Daarom moeten bij de presentatie van het monetaire beleid aan het publiek keuzen worden gemaakt. Doorzichtigheid vraagt meer dan alleen maar het verstrekken van informatie. De verstrekte informatie moet zodanig zijn opgesteld dat deze door het publiek kan worden begrepen.

... maar moet de interne besluitvorming wel goed worden weergegeven

Het streven naar een heldere boodschap mag echter niet ten koste gaan van een goede weergave van de werkelijke aard van de beleidsvorming. Bij de communicatie met het publiek

moet tot uitdrukking worden gebracht dat het monetaire beleid moet worden gevoerd in een complexe en onzekere omgeving die voortdurend aan verandering onderhevig is. Binnen de externe communicatie van de ECB wordt alles in het werk gesteld om hiervan een goed beeld te geven. De externe presentatie van de strategie van de ECB is, vergeleken met die van sommige andere strategieën (zoals een geldhoeveelheidsbeleid of een directe-inflatiestrategie; zie Kader 3.2), betrekkelijk ingewikkeld, maar geeft wel de door de ECB voor de interne besluitvorming gekozen, veelzijdige monetaire-beleidsbenadering goed weer.

Voor een effectieve communicatie moet de centrale bank zich tot vele doelgroepen richten en gebruik maken van vele communicatiekanalen. Daartoe gaat de ECB bij de externe communicatie de formele in het Verdrag vastgelegde eisen te boven door de inzet van aanvullende instrumenten voor het afleggen van verantwoording en het vergroten van de doorzichtigheid (zie Kader 3.8).

Kader 3.8 Communicatieactiviteiten van de ECB

De maandelijkse persconferenties van de President en de Vice-President, onmiddellijk na de eerste vergadering van de maand van de Raad van Bestuur, en het Maandbericht vormen twee van de belangrijkste, door de ECB gebruikte communicatiekanalen. In de inleiding tot de persconferentie geeft de President een actuele en uitgebreide samenvatting van de beleidsrelevante beoordeling van de economische ontwikkeling. De inleiding is ingedeeld volgens de monetaire-beleidsstrategie van de ECB en de tekst is door de Raad van Bestuur goedgekeurd. Op de maandelijkse persconferentie, die door vertegenwoordigers van de media uit het gehele eurogebied en daarbuiten wordt bijgewoond, kunnen vragen worden gesteld die dan vervolgens door de President of de Vice-President worden beantwoord. De persconferentie biedt een uitstekend platform voor een snelle en evenwichtige uitleg van de genomen monetaire-beleidsbesluiten. Enkele

uren later wordt een weergave van de persconferentie op de website van de ECB gepubliceerd. De persconferentie vormt aldus een effectief middel om de discussies binnen de Raad van Bestuur en daarmee het monetaire-besluitvormingsproces op een zeer actuele wijze te presenteren en toe te lichten.

Het Maandbericht bevat voor het algemene publiek en de financiële markten een gedetailleerde en uitgebreide analyse van de economische situatie. Het wordt gewoonlijk een week na de vergadering van de Raad van Bestuur uitgebracht en bevat de informatie waarover de Raad van Bestuur bij het nemen van de beleidsbesluiten beschikte. Het Maandbericht bevat ook artikelen over ontwikkelingen op de lange termijn, algemene onderwerpen of analytische instrumenten die door het Eurosysteem in het kader van de monetaire-beleidsstrategie worden gehanteerd.

Daarnaast verschijnt de President van de ECB vier maal per jaar voor de Economische en Monetaire Commissie van het Europees Parlement. De President zet dan de door de ECB genomen beleidsbesluiten uiteen en beantwoordt vervolgens de door de leden van de commissie gestelde vragen. De bijeenkomsten van de commissie zijn openbaar en de tekst van de verklaring van de President wordt na de hoorzitting gepubliceerd op de website van het Europees Parlement en die van de ECB. Ook andere leden van de Directie verschijnen voor deze commissie.

De leden van de Raad van Bestuur vervullen een groot aantal publieke verplichtingen. De door de President en andere leden van de Directie gehouden toespraken vormen belangrijke instrumenten om de inzichten van de ECB aan het publiek uiteen te zetten. Een ander belangrijk instrument voor de communicatie met zowel internationale als lokale doelgroepen wordt gevormd door interviews van leden van de Raad van Bestuur. Voorts wordt aan de ECB een groot aantal bezoeken gebracht, zowel door gewone burgers als door deskundigen van allerlei instellingen. De ECB hecht grote waarde aan een open dialoog met de universitaire wereld. Over technisch onderzoek en beleidsrelevante studies die van algemeen belang zijn wordt door stafleden verslag gedaan in de reeks Working Papers en de reeks Occasional Papers van de ECB.

Ten slotte moeten omwille van de doorzichtigheid van het monetaire beleid de door de centrale bank verzamelde statistieken volledig en tijdig worden gepubliceerd, zodra de betrouwbaarheid ervan vaststaat. Met de steun van de nationale centrale banken verzamelt de ECB monetaire, bancaire en aanverwante statistieken, betalingsbalansstatistieken en statistieken met betrekking tot de internationale investeringspositie, en stelt zij statistieken samen met betrekking tot de financiële rekeningen voor het eurogebied (zie Kader 3.5). Door deze gegevens tijdig te publiceren, deelt de ECB de beschikbare informatie over de economische ontwikkelingen in het eurogebied met het publiek, waardoor de communicatie aangaande de door de Raad van Bestuur genomen monetaire-beleidsbesluiten wordt vergemakkelijkt.

Aangezien de ECB moet communiceren in een multiculturele en meertalige omgeving, spelen de nationale centrale banken een uiterst belangrijke rol bij de communicatiestrategie. Zij onderhouden nauwe contacten met het nationale en regionale publiek, en verzorgen de vertaling van de beleidsuitingen in de verschillende talen en de nodige aanpassing aan de nationale omgeving.

4 DE TENUITVOERLEGGING VAN HET MONETAIRE BELEID

In dit hoofdstuk wordt uiteengezet hoe met gebruikmaking van de beschikbare monetaire-beleidsinstrumenten uitvoering wordt gegeven aan de monetaire-beleidsbesluiten. In de eerste paragraaf wordt een overzicht gegeven van de doelstellingen en grondbeginselen van het operationele kader van het Eurosysteem. In de tweede paragraaf wordt een korte beschrijving gegeven van de belangrijkste monetaire-beleidsinstrumenten (open-markttransacties, permanente faciliteiten en reserveverplichtingen), die in de daaropvolgende paragrafen nader worden uiteengezet. Vervolgens wordt aan de hand van de balans van de centrale bank de wisselwerking beschreven tussen de monetaire-beleidsinstrumenten en de liquiditeitsbehoeften van de banken. Het hoofdstuk wordt afgesloten met een korte beoordeling van de werking van het operationele kader in de eerste vier en een half jaar van het gemeenschappelijke monetaire beleid.

4.1 ALGEMENE GRONDBEGINSELEN EN DOELSTELLINGEN VAN DE OPZET VAN HET OPERATIONELE KADER

De geldmarkt en de transmissie van het monetaire beleid

Zoals in Hoofdstuk 3 is uiteengezet, speelt de korte geldmarktrente een belangrijke rol bij de transmissie van het monetaire beleid. Met het monetaire beleid kan de korte nominale marktrente in belangrijke mate worden beïnvloed. Door de rente te bepalen beïnvloedt het monetaire beleid op verschillende wijzen de economie en uiteindelijk het prijsniveau.

Operationeel kader ...

Ter verwezenlijking van de hoofddoelstelling beschikt het Eurosysteem over een reeks monetaire-beleidsinstrumenten en -procedures, die tezamen het operationele kader vormen waarmee uitvoering wordt gegeven aan het gemeenschappelijke monetaire beleid.

... en de monetaire-beleidsstrategie

Het operationele kader en de monetaire-beleidsstrategie hebben elk een eigen functie bij de tenuitvoerlegging van het monetaire beleid. De strategie bepaalt welk niveau van de geldmarktrente nodig is om prijsstabiliteit op de middellange termijn te handhaven, ter-

wijl het operationele kader bepaalt hoe dit renteniveau met behulp van de beschikbare monetaire-beleidsinstrumenten kan worden gerealiseerd.

De centrale bank stuurt de korte geldmarktrente door signalen over de koers van het monetaire beleid af te geven en door de liquiditeitsverhoudingen op de geldmarkt te reguleren. Als de enige instantie die bevoegd is bankbiljetten uit te geven en bancaire reserves te verstrekken, heeft de centrale bank het monopolie op de verschaffing van de monetaire basis. De monetaire basis in het eurogebied bestaat uit de chartale geldomloop (bankbiljetten en munten), de reserves die door tegenpartijen bij het Eurosysteem worden aangehouden en het beroep op de door het Eurosysteem geboden depositofaciliteit. Deze posten vormen passiva op de balans van het Eurosysteem. De reserves kunnen worden onderverdeeld in verplicht aangehouden reserves en overreserves. Binnen het door het Eurosysteem gehanteerde stelsel van reserveverplichtingen moeten tegenpartijen verplicht reserves aanhouden bij de nationale centrale banken (zie para-

Het operationele kader dient onder meer voor het sturen van de rente en het reguleren van de liquiditeitsverhoudingen, ...

graaf 4.3). Naast deze verplicht aangehouden reserves, wordt door kredietinstellingen meestal nog een gering bedrag aan overreserves bij het Euro-systeem aangehouden.

Dankzij haar monopoliepositie kan de centrale bank de liquiditeitsverhoudingen op de geldmarkt reguleren en de geldmarktrente beïnvloeden.

... het afgeven van signalen over de monetaire-beleidskoers ...

Naast het sturen van de rente door het reguleren van de liquiditeitsverhoudingen kan de centrale bank ook signalen afgeven aan de geldmarkt omtrent de koers van het monetaire beleid. Dit geschiedt meestal door wijziging van de voorwaarden waaronder de centrale bank bereid is transacties aan te gaan met kredietinstellingen.

.. en het waarborgen van een ordelijk functionerende geldmarkt

Bij de uitgevoerde transacties tracht de centrale bank tevens te waarborgen dat de geldmarkt ordelijk functioneert en dat de kredietinstellingen op doelmatige wijze in hun liquiditeitsbehoeften kunnen voorzien. Dit wordt bereikt door aan de kredietinstellingen op regelmatige basis herfinanciering aan te bieden en door faciliteiten beschikbaar te stellen om aan het einde van de dag overschotten of tekorten weg te werken en liquiditeitsschommelingen van voorbijgaande aard op te vangen.

De uitgangspunten van het kader worden gevormd door de beginselen van een open-markteconomie, ...

Het operationele kader van het Euro-systeem is gebaseerd op de in het Verdrag betreffende de Europese Unie vastgelegde grondbeginselen. Artikel 105 van het Verdrag stelt dat, bij het nastreven van de doelstellingen, het Eurosysteem "(...) handelt in overeenstemming met het beginsel van een open-markteconomie met vrije mededinging, waarbij een doelmatige allocatie van middelen wordt bevorderd (...)".

Naast de in het Verdrag betreffende de Europese Unie uiteengezette beginselen, kent het operationele kader ook enkele andere uitgangspunten. De belangrijkste daarvan is het beginsel van operationele doelmatigheid, dat boven de andere beginselen gaat. Operationele doelmatigheid kan worden omschreven als het vermogen van het operationele kader om monetaire-beleidsbesluiten zo exact en snel mogelijk te laten doorwerken in de korte geldmarktrente. Deze beïnvloedt dan weer, via het transmissiemechanisme van het monetaire beleid, het prijsniveau.

... operationele doelmatigheid, ...

Gelijke behandeling van financiële instellingen en harmonisatie van regels en procedures in het gehele eurogebied vormen andere belangrijke beginselen van het operationele kader. Kredietinstellingen moeten, ongeacht hun omvang en plaats van vestiging binnen het eurogebied, gelijk worden behandeld. De harmonisatie van regels en procedures draagt hiertoe bij door te bewerkstelligen dat de voorwaarden voor het aangaan van transacties met het Eurosysteem voor alle kredietinstellingen in het eurogebied gelijk zijn.

... gelijke behandeling van financiële instellingen en harmonisatie van regels en procedures, ...

Kenmerkend voor het Eurosysteem is het beginsel van decentralisatie van de tenuitvoerlegging van het monetaire beleid. Derhalve worden de monetaire-beleidstransacties gewoonlijk via de nationale centrale banken uitgevoerd, wat inhoudt dat de ECB de transacties coördineert en dat de nationale centrale banken de uitvoering ervan verzorgen.

... gedecentraliseerde tenuitvoerlegging, ...

Bovendien worden bij het operationele kader de beginselen van eenvoud, transparantie, continuïteit, veiligheid en doelmatigheid vanuit kostenooptpunt in acht genomen. Eenvoud en transparantie bewerkstelligen dat de achterlig-

... alsmede eenvoud, transparantie, continuïteit, veiligheid en doelmatigheid vanuit kostenooptpunt

gende bedoelingen van de monetaire-beleidstransacties goed worden begrepen. Het beginsel van continuïteit is erop gericht grote veranderingen in de instrumenten en procedures te voorkomen, opdat de nationale centrale banken en hun tegenpartijen bij deelname aan monetaire-beleidstransacties op hun ervaring kunnen afgaan. Het beginsel van veiligheid betekent dat de door het Eurosysteem gelopen financiële en operationele risico's tot een minimum beperkt moeten blijven, terwijl doelmatigheid vanuit kosten oogpunt inhoudt dat de aan het operationele kader verbonden kosten voor zowel het Eurosysteem als de tegenpartijen laag moeten worden gehouden.

4.2 OVERZICHT VAN HET OPERATIONELE KADER VAN HET EUROSISTEEM

Het operationele kader is uitgebreid beschreven in de door de ECB uitgegeven publicatie “De uitvoering van het monetaire beleid in het eurogebied: Algemene documentatie inzake de monetaire-beleidsinstrumenten en -procedures van het Eurosysteem”.

Open-markt-transacties

In Tabel 4.1 is een overzicht opgenomen van de belangrijkste kenmerken van de twee categorieën transacties die door het Eurosysteem kunnen worden gebruikt bij de tenuitvoerlegging van het gemeenschappelijke monetaire beleid: open-markttransacties en permanente faciliteiten. De belangrijkste categorie wordt gevormd door de open-markttransacties. Dit zijn transacties die op initiatief van de centrale bank, doorgaans op de geldmarkt, worden uitgevoerd. Zoals in paragraaf 2.5 beschreven, wordt met de term “geldmarkt” de markt bedoeld waar de transacties over het algemeen een looptijd hebben van minder dan één jaar. Open-markttransacties spelen een belangrijke rol bij het

sturen van de rente, het afgeven van signalen omtrent de monetaire-beleidskoers en het reguleren van de liquiditeitsverhoudingen in de geldmarkt.

De basis-herfinancieringstransacties vormen de belangrijkste categorie open-markttransacties en zijn het voornaamste door het Eurosysteem gehanteerde monetaire-beleidsinstrument. Via de basis-herfinancieringstransacties leent het Eurosysteem middelen aan tegenpartijen. Om het Eurosysteem te beschermen tegen financiële risico's, geschiedt deze kredietverlening altijd tegen onderpand. In Kader 4.1 wordt ingegaan op de tegenpartijen bij de monetaire-beleidstransacties van het Eurosysteem en op het onderpand dat is vereist bij liquiditeitsverruimende transacties.

Basis-herfinancieringstransacties

De kredietverlening via open-markttransacties vindt gewoonlijk plaats in de vorm van transacties met wederinkoop. Bij deze transacties koopt de centrale bank krachtens een repo-overeenkomst activa of verstrekt zij krediet tegen in onderpand gegeven activa (zie Kader 4.3). Transacties met wederinkoop zijn derhalve tijdelijke open-markttransacties waarmee slechts voor een beperkte, tevoren vastgestelde periode liquiditeiten worden verschaft.

Transacties met wederinkoop

Om de korte rente op de geldmarkt te beheersen en met name de volatiliteit ervan te beperken, biedt het Eurosysteem aan tegenpartijen ook twee permanente faciliteiten aan, de marginale beleningsfaciliteit en de depositofaciliteit. Beide faciliteiten hebben een looptijd tot de volgende ochtend en kunnen door tegenpartijen op eigen initiatief worden benut. De rente op de marginale beleningsfaciliteit ligt gewoonlijk aanzienlijk hoger dan de overeenkomstige marktrente en die op

Permanente faciliteiten

Tabel 4.1 Open-markttransacties en permanente faciliteiten van het Eurosysteem				
Monetaire beleids-transacties	Soort transacties ¹⁾		Looptijd	Frequentie
	Liquiditeits-verruiming	Liquiditeits-verkraping		
Open-markttransacties				
Basis-herfinancierings-transacties	• Transacties met wederinkoop	–	• Eén week ²⁾	• Wekelijks
Langerlopende herfinancierings-transacties	• Transacties met wederinkoop	–	• Drie maanden	• Maandelijks
“Fine-tuning” transacties	• Transacties met wederinkoop	• Deviezen swaps	• Niet-gestandaardiseerd	• Niet-regelmatig
	• Deviezen-swaps	• Aantrekken termijn-deposito's		
		• Transacties met wederinkoop		
	• Rechtstreekse aankopen van waardepapieren	• Rechtstreekse verkopen van waardepapieren		
Structurele transacties	• Transacties met wederinkoop	• Uitgifte van schuldbewijzen debt certificates	• Gestandaardiseerd/niet-gestandaardiseerd	• Regelmatig en niet-regelmatig
	• Rechtstreekse aankopen van waardepapieren	• Rechtstreekse verkopen van waardepapieren		• Niet-regelmatig
Permanente faciliteiten				
Marginale belenings-faciliteit	• Transacties met wederinkoop	–	• Tot de volgende ochtend	• Toegang op initiatief tegenpartijen
Deposito-faciliteit	–	• Deposito's	• Tot de volgende ochtend	• Toegang op initiatief tegenpartijen

1) Zie Kader 4.3 voor een beschrijving van de verschillende soorten open-markttransacties.

2) Vanaf 10 maart 2004, daarvóór twee weken (zie Kader 4.2).

de depositofaciliteit aanzienlijk eronder. Derhalve doen kredietinstellingen onder normale omstandigheden alleen een beroep op de permanente faciliteiten als geen alternatieven voorhanden zijn. Aangezien er – afgezien van de eisen met betrekking tot het onderpand bij de marginale beleningsfaciliteit – geen beperkingen zijn gesteld aan de toegang tot deze faciliteiten, stellen de rentevoeten erop normaliter een boven-

en een ondergrens aan de zeer korte geldmarktrente. Deze instrumenten worden nader beschreven in paragraaf 4.5.

Met het vaststellen van de rente op de permanente faciliteiten legt de Raad van Bestuur tevens de bandbreedte vast waarbinnen de zeer korte geldmarktrente kan schommelen. Uit Grafiek 4.1, die het beloop weergeeft van de belangrijkste rentevoeten van de ECB sinds

Bandbreedte gesteld door rentevoeten op permanente faciliteiten

EONIA, de belangrijkste rentevoeten van de ECB en het stelsel van reserveverplichtingen

januari 1999, blijkt ook hoe de rentetarieven op de permanente faciliteiten een boven- en een ondergrens hebben gesteld aan de zeer korte marktrente (EONIA).⁸

Zoals in Grafiek 4.1 te zien is, heeft de EONIA zich in het algemeen dichtbij de rente op de basis-herfinancieringstransacties bewogen, waarmee het belang van deze transacties als het belangrijkste monetaire-beleidsinstrument van het Eurosysteem wordt onder-

streept. Uit Grafiek 4.1 blijkt ook dat de EONIA een patroon van incidentele pieken kent. Deze twee kenmerken van de EONIA houden verband met het stelsel van reserveverplichtingen van het Eurosysteem, dat in paragraaf 4.3 nader wordt uiteengezet. Ten slotte blijkt uit Grafiek 4.1 dat de verschillen tussen de rentevoeten op de permanente faciliteiten en de rente op de basis-herfinancieringstransacties van april 1999 tot en met juni 2003 ongewijzigd zijn gebleven (plus en min 1 procentpunt).⁹

8 De EONIA (euro overnight index average) wordt medegegeeld door de European Banking Federation (EBF). De EONIA is een gewogen gemiddelde van de rente op in euro luidende girale deposito's zonder onderpand, zoals berekend door een panel van banken die het meest actief zijn op de geldmarkt.

9 In de periode 4-21 januari 1999 is als overgangsmaatregel een nauwe bandbreedte van plus en min 0,25 procentpunt gehanteerd om de overgang op het nieuwe operationele kader te vergemakkelijken.

Kader 4.1 Tegenpartijen en onderpand

1. Tegenpartijen

Het monetaire-beleidskader van het Eurosysteem is zodanig vormgegeven dat een breed scala aan tegenpartijen aan de monetaire-beleidstransacties kan deelnemen. Deze tegenpartijen moeten aan bepaalde criteria voldoen. Door deze criteria wordt gewaarborgd dat instellingen in het gehele eurogebied gelijk worden behandeld en dat de tegenpartijen aan bepaalde operationele en bedrijfseconomische vereisten voldoen. De algemene criteria gelden voor het gehele eurogebied.

Om als tegenpartij te mogen optreden dient een kredietinstelling financieel gezond te zijn en onderworpen aan het stelsel van reserveverplichtingen van het Eurosysteem. Tegenpartijen moeten daarnaast voldoen aan operationele eisen die in de desbetreffende door de nationale centrale bank (of door de ECB) toegepaste contractuele of andere regelingen zijn omschreven, teneinde de doelmatige uitvoering van de monetaire-beleids-transacties van het Eurosysteem te waarborgen. Eind juni 2003 bedroeg het aantal in het eurogebied gevestigde kredietinstellingen 6.776. Slechts 2.243 daarvan voldeden aan de operationele criteria voor deelname aan open-markttransacties, terwijl 2.749 en 3.188 voldeden aan de operationele criteria voor toegang tot respectievelijk de marginale beleningsfaciliteit en de depositofaciliteit. Het aantal tegenpartijen dat daadwerkelijk deelneemt aan open-markttransacties is doorgaans veel lager dan het aantal dat daarvoor in aanmerking komt. In de eerste helft van 2003 bedroeg het totale aantal tegenpartijen dat deelnam aan tenders voor de basis-herfinancieringstransacties gemiddeld 252. In dezelfde periode bedroeg het aantal tegenpartijen dat deelnam aan de langerlopende herfinancieringstransacties gemiddeld 136.

Een kredietinstelling die aan de algemene criteria voldoet heeft toegang tot de permanente faciliteiten van het Eurosysteem en mag via de nationale centrale bank van de lid-

staat van vestiging deelnemen aan de via standaardtenders uitgevoerde open-markttransacties van het Eurosysteem. Als een kredietinstelling vestigingen (hoofdkantoor en bijkantoren) heeft in verschillende lidstaten, kan elk van deze vestigingen aan deze transacties deelnemen via de nationale centrale bank van de lidstaat van vestiging. De inschrijvingen op de tenders mogen echter slechts worden ingediend door één van de vestigingen (hetzij het hoofdkantoor hetzij een daartoe aangewezen bijkantoor) in elke lidstaat.

De monetaire-beleidsacties van het Eurosysteem worden gedecentraliseerd uitgevoerd. Dankzij een zorgvuldige voorbereiding en dankzij de doelmatige informatiesystemen is deze methode zeer effectief gebleken en verlopen de transacties soepel. Het Eurosysteem profiteert nog steeds van de goede contacten die de nationale centrale banken de afgelopen decennia met hun plaatselijke tegenpartijen hebben opgebouwd.

2. Onderpand

Krachtens Artikel 18.1 van de Statuten van het ESCB is het de ECB en de nationale centrale banken toegestaan op de financiële markten te opereren door, rechtstreeks of via repo's, activa te kopen en verkopen en moeten alle krediettransacties van het Eurosysteem door toereikend onderpand worden gedekt. Deze eis strekt ertoe het Eurosysteem te beschermen tegen financiële risico's. Derhalve worden alle liquiditeitsverruimende transacties van het Eurosysteem verricht op basis van door de tegenpartijen verstrekte beleenbare activa.

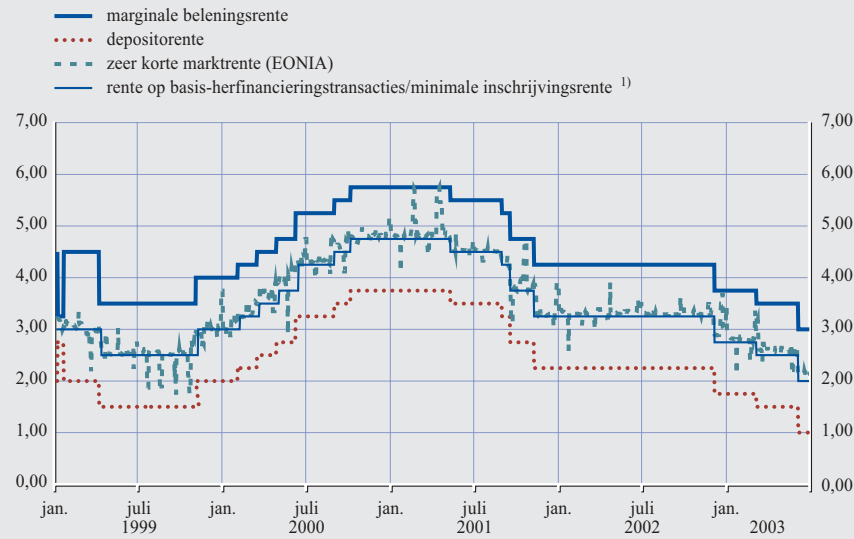
Teneinde het Eurosysteem te vrijwaren tegen verliezen, de gelijke behandeling van tegenpartijen te waarborgen en de operationele doelmatigheid te verhogen, moeten beleenbare activa aan bepaalde voorwaarden voldoen om te mogen worden gebruikt bij de monetaire-beleidsacties van het Eurosysteem. Vanwege het beginsel van gelijke behandeling accepteert het Eurosysteem zowel door de particuliere sector als door de overheid uitgegeven schuldbewijzen als onderpand.

Door de verschillen in financiële structuur tussen de lidstaten worden – met name voor interne doeleinden binnen het Eurosysteem – bij de krediettransacties van het Eurosysteem twee categorieën beleenbare activa onderscheiden. Deze twee categorieën worden respectievelijk “activa op de eerste lijst” en “activa op de tweede lijst” genoemd. De activa op de eerste lijst bestaan uit verhandelbare schuldtitels die voldoen aan uniforme, voor het hele eurogebied geldende en door de ECB omschreven beleenbaarheidscriteria. De activa op de tweede lijst bestaan uit andere verhandelbare of niet-verhandelbare activa die van bijzonder belang zijn voor de nationale financiële markten en het nationale bankwezen. De beleenbaarheidscriteria voor deze activa worden door de nationale centrale banken vastgesteld met inachtneming van de door de ECB gedefinieerde minimale beleenbaarheidscriteria.

De tegenpartijen van het Eurosysteem mogen beleenbare activa grensoverschrijdend benutten, wat wil zeggen dat zij liquiditeiten kunnen verkrijgen van de nationale centrale bank van de lidstaat van vestiging op basis van activa die zich in een andere lidstaat bevinden. Aldus wordt gewaarborgd dat instellingen in het gehele eurogebied gebruik kunnen maken van alle op de eerste en de tweede lijst voorkomende activa. Ten slotte zijn alle beleenbare activa onderworpen aan specifieke risicobeheersingmaatregelen waarbij rekening wordt gehouden met de marktusances.

Grafiek 4.1 De belangrijkste rentetarieven van de ECB en de EONIA

(procenten per jaar; daggegevens)



Bron: ECB.

Toelichting: Vanaf 28 juni 2000 werden de basis-herfinancieringstransacties uitgevoerd als vaste-rentetenders. Vanaf de op 28 juni 2000 verrekende transactie zijn de basis-herfinancieringstransacties uitgevoerd als variabele-rentetenders met een tevoren aangekondigde minimale inschrijvingsrente. De minimale inschrijvingsrente is de minimale rente waartegen tegenpartijen inschrijvingen mogen indienen (zie paragraaf 4.4).

4.3 RESERVEVERPLICHTINGEN

Beschrijving van het systeem

De ECB eist dat kredietinstellingen op rekeningen bij de nationale centrale banken reserves aanhouden.¹⁰ Het door elke instelling aan te houden bedrag aan reserves wordt bepaald aan de hand van de reservebasis van de instelling. De reservebasis wordt weer berekend aan de hand van de balansposten van de instelling. In Tabel 4.2 wordt een opsomming gegeven van de belangrijkste passiva die in de reservebasis zijn opgenomen.¹¹

Ter bepaling van de reserveverplichtingen van een instelling wordt de reservebasis vermenigvuldigd met een reserveratio. De ECB past op de meeste in de reservebasis begrepen posten een uniforme positieve reserveratio toe. Deze reserveratio is bij de aanvang van de derde fase van de EMU vastgesteld op 2%. De meeste kortlopende passiva op de balansen van de kredietinstellingen zijn onderworpen aan een positieve reserveratio. Zoals in Tabel 4.2 te zien is, zijn noch langlopende passiva noch repo's onderhevig aan een positieve reserveratio.

Reserveratio

Reservever-
plichtingen en
de reservebasis

¹⁰ Het juridische kader voor het stelsel van reserveverplichtingen van het Eurosysteem is gebaseerd op Artikel 19 van de Statuten van het ESCB en is uitgewerkt in verscheidene rechtsinstrumenten. De belangrijkste hiervan zijn Raadsverordening (EG) nr. 2531/98 met betrekking tot de toepassing van reserveverplichtingen door de ECB en Verordening (EG) nr. 2818/98 van de Europese Centrale Bank inzake de toepassing van reserveverplichtingen (ECB/1998/15), zoals gewijzigd.

¹¹ Passiva ten opzichte van andere kredietinstellingen op de lijst van reserveplichtige instellingen alsmede passiva ten opzichte van de ECB en de nationale centrale banken zijn niet in de reservebasis opgenomen.

Vaste aftrek De instellingen mogen een uniform vast bedrag op hun reserveverplichtingen in mindering brengen. Sinds de invoering van de euro hebben zij recht op een aftrek van € 100.000. Deze aftrek is bedoeld om de administratieve kosten te beperken die zijn verbonden aan het beheer van zeer geringe reserveverplichtingen.

Middelingsfaciliteit Om aan hun reserveverplichtingen te voldoen, moeten kredietinstellingen tegoeden aanhouden op hun rekeningen-courant bij de nationale centrale banken. Daarbij kan door tegenpartijen gebruik worden gemaakt van een middelingsfaciliteit, die inhoudt dat de bepaling of een instelling al dan niet aan de reserveverplichtingen voldoet geschiedt op grond van het gemiddelde van de op de reserverekeningen aangehouden dagelijkse tegoeden gedurende een reserve-aanhoudingsperiode van ongeveer één maand.

Reserve-aanhoudingsperiode In 2003 heeft de Raad van Bestuur besloten dat, vanaf maart 2004, aanhoudingsperioden beginnen op de dag

van verrekening van de eerste basis-herfinancieringstransactie na de vergadering van de Raad van Bestuur waarvoor de maandelijkse beoordeling van de monetaire-beleidskoers is geagendeerd (zie Kader 4.2) en eindigen op de dag voorafgaand aan de overeenkomstige verrekeningsdag de volgende maand. Om de kredietinstellingen behulpzaam te zijn bij het reservebeheer wordt drie maanden vóór het begin van het kalenderjaar een schema van aanhoudingsperioden bekendgemaakt (tezamen met een indicatief schema voor de gedurende dat jaar uit te voeren basis-herfinancieringstransacties).

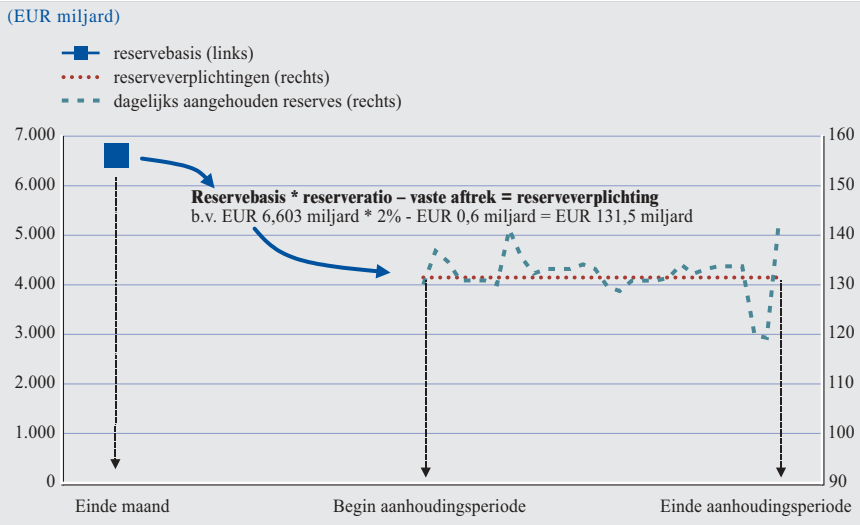
Het Eurosysteem streeft ernaar te waarborgen dat het stelsel van reserveverplichtingen noch een belasting vormt voor het bankwezen in het eurogebied noch een doelmatige toewijzing van middelen in de weg staat. Daarom wordt op de verplicht door de kredietinstellingen aangehouden reserves rente betaald en wel tegen een rentevoet die gelijk is aan de gemiddelde “mar-

Rentevergoeding op aangehouden reserves

Tabel 4.2 In de reservebasis opgenomen passiva van kredietinstellingen	
(standen per eind juni 2003; EUR miljard)	
A. Passiva waarop een positieve reserveratio van toepassing is	
Deposito's (waaronder girale deposito's, deposito's met een vaste looptijd tot en met twee jaar en deposito's met een opzegtermijn tot en met twee jaar)	6.216
Uitgegeven schuldbewijzen met een looptijd tot en met twee jaar (waaronder geldmarktpapier)	412
Totaal (A)	6.628
(B) Passiva waarop een reserveratio van nul van toepassing is	
Deposito's (waaronder deposito's met een vaste looptijd van meer dan twee jaar en deposito's met een opzegtermijn van meer dan twee jaar)	1.421
Uitgegeven schuldbewijzen met een looptijd van meer dan twee jaar	2.536
Repo's	783
Totaal (B)	4.741
Totaal reservebasis (A) + (B)	11.369

Bron: ECB.

Grafiek 4.2 De werking van het stelsel van reserveverplichtingen van het Eurosysteem



Bron: ECB.

ginale toewijzingsrente” op de basisherfinancieringstransacties gedurende de aanhoudingsperiode (gewogen met het aantal kalenderdagen) (zie ook paragraaf 4.4). Aangezien de marginale toewijzingsrente in het algemeen zeer dicht bij de korte geldmarktrente ligt, is de rentevergoeding op de aangehouden reserves vrijwel marktconform.

Vaststelling van reserveverplichtingen

Grafiek 4.2 laat bij wijze van voorbeeld zien hoe de reserveverplichtingen worden bepaald. In dit voorbeeld wordt de reservebasis van de kredietinstellingen bepaald door de passiva zoals die in hun balans per 31 mei 2003 waren opgenomen. De reserveverplichtingen voor de volgende aanhoudingsperiode (die in dit geval op 24 juni begon en op 23 juli 2003 eindigde) worden berekend door de reserveratio van 2% op de reservebasis toe te passen en het vaste bedrag af te trekken.

De donkerblauwe curve in Grafiek 4.2 geeft aan hoe de middeling bij het stel-

sel van reserveverplichtingen van het Eurosysteem in zijn werk gaat. De door de kredietinstellingen op rekeningen-courant aangehouden tegoeden kunnen vrijelijk rond de reserveverplichtingen schommelen, maar moeten gemiddeld over de aanhoudingsperiode tenminste gelijk te zijn aan de reserveverplichtingen voor de gehele aanhoudingsperiode. In het voorbeeld bedroegen de door kredietinstellingen op rekeningen-courant bij het Eurosysteem aangehouden tegoeden gemiddeld € 132,1 miljard, wat bij een reserveverplichting van € 131,5 miljard betekende dat voor € 0,6 miljard aan overreserves werd aangehouden.

Functies van het stelsel

Het stelsel van reserveverplichtingen dient er in eerste instantie toe de geldmarktrente te stabiliseren. Hierin wordt voorzien door de middelingsfaciliteit. Deze stelt de kredietinstellingen in staat om de dagelijkse liquiditeitsschommelingen (bijvoorbeeld

Stabilisatie van de geldmarktrente

als gevolg van schommelingen in de vraag naar bankbiljetten) te egaliseren, aangezien tijdelijke onevenwichtigheden in de reserve-aanhouding kunnen worden gecompenseerd door tegengestelde onevenwichtigheden binnen dezelfde aanhoudingsperiode.

De middelingsfaciliteit houdt in dat kredietinstellingen kunnen profiteren van perioden waarin de kortste geldmarktrente boven het voor de rest van de aanhoudingsperiode verwachte niveau ligt door dan middelen in de geldmarkt uit te zetten en lagere reserves aan te houden. In het tegenovergestelde geval kunnen zij middelen in de markt opnemen en hogere reserves aanhouden. In theorie moet deze “inter-temporele arbitrage” bewerkstelligen dat het niveau van de kortste marktrente gedurende de gehele aanhoudingsperiode gelijk is aan het verwachte niveau ervan aan het einde van de aanhoudingsperiode. Met dit mechanisme wordt de zeer korte marktrente tijdens de aanhoudingsperiode gestabiliseerd en wordt voorkomen dat de centrale bank vaak op de geldmarkt moet interveniëren.

De middelingsfaciliteit functioneert gedurende de aanhoudingsperiode zeer goed. Tegen het einde van de periode wordt de reserveverplichting echter bindend en kunnen de banken hun liquiditeitsoverschot of -tekort niet meer vooruitschuiven. Dit verklaart de pieken in de EONIA tegen het einde van elke aanhoudingsperiode (zie Grafiek 4.1).

Een tweede belangrijke functie van het stelsel van reserveverplichtingen bestaat eruit het structurele liquiditeitstekort van het bankwezen te vergroten. De verplichting die kredietinstellingen hebben om reserves aan te houden bij de nationale centrale banken

draagt bij aan de vraag naar herfinanciering vanuit de centrale bank, wat het voor de ECB weer gemakkelijker maakt via regelmatig uitgevoerde liquiditeitsverruimende transacties de geldmarkt te sturen.

4.4 OPEN-MARKTTRANSACTIES

Voor wat betreft doelstelling, frequentie en procedure kunnen de openmarkttransacties van het Eurosysteem in vier categorieën worden verdeeld: basis-herfinancieringstransacties, langerlopende herfinancieringstransacties, “fine-tuning”-transacties en structurele transacties (zie Tabel 4.1 en Kader 4.3).

Basis-herfinancieringstransacties

Zoals eerder vermeld, vormen de basis-herfinancieringstransacties de belangrijkste categorie binnen de openmarkttransacties van het Eurosysteem. Zij spelen een sleutelrol bij het sturen van de rente, het beheersen van de liquiditeitsverhoudingen in de markt en het afgeven van signalen omtrent de koers van het monetaire beleid (via de door de Raad van Bestuur vastgestelde rente op de basis-herfinancieringstransacties). Zij voorzien tevens in het overgrote deel van de liquiditeitsbehoefte van het bankwezen. De basis-herfinancieringstransacties worden gedecentraliseerd door de nationale centrale banken uitgevoerd.

Basis-herfinancieringstransacties zijn liquiditeitsverruimende transacties, die wekelijks worden uitgevoerd. In 2003 heeft de Raad van Bestuur besloten vanaf maart 2004 de looptijd van deze transacties te bekorten van twee weken tot één week (zie Kader 4.2).

Basis-herfinancieringstransacties worden uitgevoerd door middel van stan-

Vier categorieën openmarkttransacties

Functies van basis-herfinancieringstransacties

Frequentie en looptijd

Standaard-tenders

Vergroting van het structurele liquiditeits-tekort

daardtenders. Binnen het operationele kader van het Eurosysteem duidt de term “standaard” op tendertransacties die volgens een tevoren aangekondigd schema worden uitgevoerd en die binnen 24 uur, gerekend vanaf de aankondiging tot en met de bekendmaking van het toewijzingsresultaat, hun beslag krijgen. Alle tegenpartijen die aan de geldende algemene criteria voldoen mogen aan deze transacties deelnemen. In beginsel zijn alle in het eurogebied gevestigde kredietinstellingen potentiële tegenpartijen van het Eurosysteem (zie Kader 4.1).

Vaste- en variabele-rentetenders

Het Eurosysteem kan tenders in de vorm van een vaste- of een variabele-rentetender uitvoeren. In het eerste geval wordt de rentevoet vooraf door de Raad van Bestuur bekendgemaakt en geven de tegenpartijen het bedrag op waarvoor zij tegen die vaste rentevoet een transactie wensen aan te gaan. In het tweede geval doen tegenpartijen opgave van zowel het bedrag waarvoor als de rentevoet waartegen zij een transactie willen aangaan. De Raad van Bestuur kan een minimale inschrijvingsrente voor variabele-rentetenders vaststellen om een signaal af te geven omtrent de koers van het monetaire beleid.

Bij beide tenderprocedures bepaalt de ECB hoeveel liquiditeiten beschikbaar worden gesteld. Bij een vaste-rentetender houdt dit doorgaans in dat op de afzonderlijke inschrijvingen wordt toegewezen in evenredigheid met de verhouding tussen het totale ingeschreven bedrag en de in totaal toe te wijzen liquiditeiten. Bij een variabele-rentetender worden de inschrijvingen met de hoogste rente als eerste toegewezen, gevolgd door die met de naastlagere rentevoet, totdat het totale bedrag aan te verschaffen liquiditeiten

is uitgeput. Bij de laagst geaccepteerde rentevoet waarop wordt toegewezen, de zogeheten “marginale toewijzings-rente”, worden de inschrijvingen in evenredigheid toegewezen conform het besluit van de ECB over het totale toe te wijzen bedrag aan liquiditeiten. Bij elke afzonderlijke toewijzing is de rentevoet gelijk aan die waarvoor is ingeschreven.

De basis-herfinancieringstransacties zijn van begin 1999 tot en met juni 2000 door het Eurosysteem als vaste-rentetenders uitgevoerd. Sinds 27 juni 2000 worden de basis-herfinancieringstransacties uitgevoerd als variabele-rentetenders met een minimale inschrijvingsrente en met toewijzing op basis van een meervoudige rentevoet. De reden voor deze wijziging was gelegen in de buitensporig hoge inschrijvingen op de als vaste-rentetenders uitgevoerde basis-herfinancieringstransacties als gevolg van een aanzienlijke, hardnekkige marge tussen de geldmarktrente en de begin 2000 bij de basis-herfinancieringstransacties toegepaste vaste rentevoet. Deze marge was weer grotendeels het gevolg van de in de markt levende verwachtingen van een verdere stijging van de rentetarieven van de ECB, met name in het voorjaar van 2000. De marge tussen de marktrente en de basis-herfinancieringsrente van de ECB maakte het voor de banken zeer aantrekkelijk om van de centrale bank liquiditeiten te verkrijgen en leidde daardoor tot zeer hoge inschrijvingen. Bij variabele-rentetenders worden de banken er niet toe aangezet te hoog in te schrijven, aangezien de prijs stijgt naarmate de hoeveelheid gewenste liquiditeiten toeneemt.

Bij de variabele-rentetenders met een minimale inschrijvingsrente deed zich echter weer een ander probleem voor.

Toepassing van tenderprocedures sinds 1999

Kader 4.2 Wijzigingen in de looptijd van de basis-herfinancieringstransacties en de reserve-aanhoudingsperiode vanaf maart 2004

Zoals reeds in paragraaf 4.4 aangegeven, hebben zich in het verleden spanningen voorgedaan gedurende perioden waarin de inschrijvingen van de tegenpartijen op de basis-herfinancieringstransacties werden beïnvloed door speculatie op een komende rentewijziging. Bij verschillende gelegenheden in het voorjaar van 2000, toen sterke verwachtingen leefden met betrekking tot een renteverhoging door de ECB, werd door de tegenpartijen voor buitensporig hoge bedragen ingeschreven op de basis-herfinancieringstransacties, die toen als vaste-rentetenders werden uitgevoerd. Evenzo hebben verwachtingen van een komende renteverlaging door de ECB de tegenpartijen soms aanleiding gegeven tot inschrijvingen die in totaal genomen lager waren dan het bedrag nodig ter voldoening aan de reserveverplichtingen.

Beide problemen vloeiden in hoofdzaak voort uit het feit dat de reserve-aanhoudingsperiodes – die op de 24e kalenderdag van elke maand begonnen en op de 23e kalenderdag van de volgende maand eindigden – niet waren afgestemd op de data van de bijeenkomsten van de Raad van Bestuur waar besluiten werden genomen over de rentevoeten van de ECB. Het was dus mogelijk dat de ECB de rente wijzigde gedurende een reserve-aanhoudingsperiode. Bovendien was de looptijd van de wekelijkse basis-herfinancieringstransacties (indertijd twee weken) zodanig dat de laatste transactie van elke reserve-aanhoudingsperiode deels doorliep in de volgende aanhoudingsperiode. Als gevolg daarvan kon het inschrijvingsgedrag bij de basis-herfinancieringstransacties tegen het einde van een aanhoudingsperiode worden beïnvloed door verwachtingen met betrekking tot wijzigingen in de rentevoeten van de ECB gedurende de volgende reserve-aanhoudingsperiode.

Om aan dit probleem het hoofd te bieden heeft de Raad van Bestuur in 2003 twee maatregelen genomen – die in maart 2004 zijn ingegaan – om te voorkomen dat de geldmarktverhoudingen gedurende een aanhoudingsperiode worden beïnvloed door speculatie: (i) een verschuiving van de aanvang van de reserve-aanhoudingsperiodes, en (ii) een bekorting van de looptijd van de basis-herfinancieringstransacties tot één week. Zo werd besloten dat, vanaf maart 2004, de aanhoudingsperiodes beginnen op de dag van verrekening van de eerste basis-herfinancieringstransactie na de vergadering van de Raad van Bestuur waarvoor de maandelijkse beoordeling van de monetaire-beleidskoers is geagendeerd, en eindigen op de dag voorafgaand aan de overeenkomstige verrekeningsdag de volgende maand. Dit rechtstreekse verband tussen de bijeenkomst van de Raad van Bestuur en het begin van de reserve-aanhoudingsperiode moet waarborgen dat zich in de regel gedurende een reserve-aanhoudingsperiode geen verwachtingen van een renteverhoging of -verlaging door de ECB zullen voordoen. De bekorting van de looptijd van de basis-herfinancieringstransacties is erop gericht te voorkomen dat eventuele rentespeculatie gedurende een reserve-aanhoudingsperiode overloopt naar de volgende aanhoudingsperiode. In combinatie zijn de maatregelen erop gericht de omstandigheden waaronder de kredietinstellingen inschrijven op de basis-herfinancieringstransacties te stabiliseren.

¹ Aanhoudingsperiodes vóór maart 2004: vanaf de 24e kalenderdag van de maand tot en met de 23e kalenderdag van de volgende maand.

In enkele gevallen was het totale op de tender ingeschreven bedrag lager dan dat benodigd voor een soepele vervulling van de reserveverplichtingen. Aangezien dit mede voortkwam uit een aanzienlijke mate van rentespeculatie, heeft de Raad van Bestuur besloten het operationele kader vanaf maart 2004 aan te passen (zie Kader 4.2).

Publicatie van de liquiditeitsbehoeften

Na de overgang op variabele-rentetenders is het Eurosysteem begonnen wekelijks de geraamde liquiditeitsbehoeften van het bankwezen bekend te maken voor de periode tot de dag vóórdat de volgende basis-herfinancieringstransactie wordt verrekend. Daarmee wordt het de tegenpartijen gemakkelijker gemaakt hun inschrijvingen voor de eerstvolgende basis-herfinancieringstransactie vast te stellen. In paragraaf 4.6 worden de factoren beschreven die de liquiditeitsbehoeften van het bankwezen bepalen.

Langerlopende herfinancierings-transacties

Langerlopende herfinancierings-transacties

Naast de wekelijkse basis-herfinancieringstransacties voert het Eurosysteem maandelijks langerlopende herfinancieringstransacties uit met een looptijd van drie maanden. Deze transacties zijn bedoeld om langerlopende liquiditeiten aan het bankwezen te verschaffen. Dit wordt nuttig geacht omdat met de aan tegenpartijen geboden toegang tot langerlopende financiering wordt voorkomen dat de in de geldmarkt benodigde liquiditeiten elke week of elke twee weken opnieuw moeten worden verschaft. Evenals de basis-herfinancieringstransacties worden deze langerlopende herfinancieringstransacties gedecentraliseerd uitgevoerd door middel van standaardtenders, waaraan alle tegenpartijen die aan de geldende algemene criteria voldoen mogen deelnemen (zie Kader 4.1).

Aangezien het niet wenselijk werd geacht dat het Eurosysteem de geldmarktrente op meer dan één punt in het looptijdspectrum zou kunnen beïnvloeden, zijn de langerlopende herfinancieringstransacties zodanig opgezet dat het Eurosysteem daarbij als “rentenemer” optreedt. Om het door de basis-herfinancieringstransacties van het Eurosysteem afgegeven signaal niet te vertroebelen, worden de langerlopende herfinancieringstransacties uitgevoerd in de vorm van zuivere variabele-rentetenders met een vooraf aangekondigd toe te wijzen bedrag. De Raad van Bestuur kondigt tevoren het bij de tenders toe te wijzen bedrag aan.

Het Eurosysteem als “rentenemer”

De langerlopende transacties namen in de periode januari 1999 – juni 2003 gemiddeld 26% van het uitstaande bedrag aan open-markttransacties voor hun rekening. In de eerste twee maanden van 1999 zijn de langerlopende herfinancieringstransacties uitgevoerd als variabele-rentetenders met toewijzing op basis van een enkelvoudige rentevoet (d.w.z. dat op alle toewijzingen dezelfde rentevoet werd toegepast). Na maart 1999 zijn deze transacties uitgevoerd als variabele-rentetenders met toewijzing op basis van een meervoudige rentevoet (d.w.z. dat toewijzing geschiedt tegen de rentevoet van inschrijving).

Verschaffing van extra liquiditeiten

“Fine-tuning”-transacties

Het Eurosysteem kan ook op ad hoc basis open-markttransacties uitvoeren, de zogeheten “fine-tuning”-transacties. De frequentie en de looptijd van dergelijke transacties zijn niet gestandaardiseerd. “Fine-tuning”-transacties kunnen liquiditeitsverkrappend of -verruimend zijn en dienen ertoe om de liquiditeitsverhoudingen te reguleren en de rente op de geldmarkt te sturen en met name om de rente-effecten van

“Fine-tuning”-transacties

Kader 4.3 De verschillende soorten open-markttransacties

Transacties met wederinkoop vormen het belangrijkste open-marktinstrument van het Eurosysteem en kunnen worden gebruikt voor verschillende soorten liquiditeitsverruimende open-markttransacties. Het Eurosysteem beschikt over nog drie andere instrumenten voor het verrichten van “fine-tuning”-transacties: rechtstreekse aan- of verkopen van waardepapieren, deviezenswaps en het aantrekken van termijndeposito's. Ten slotte kan de ECB ten behoeve van structurele transacties schuldbewijzen uitgeven (zie Tabel 4.1).

1. Transacties met wederinkoop

Transacties met wederinkoop zijn transacties waarbij het Eurosysteem krachtens een repo-overeenkomst beleenbare activa koopt of verkoopt, dan wel krediet verleent met beleenbare activa als onderpand. Transacties met wederinkoop worden gebruikt bij de basis-herfinancieringstransacties en de langerlopende herfinancieringstransacties. Daarnaast kan het Eurosysteem transacties met wederinkoop verrichten ten behoeve van structurele en “fine-tuning”-doeleinden.

Bij een transactie met wederinkoop in de vorm van een repo komt het verschil tussen de aankoopprijs en de terugkoopprijs overeen met de verschuldigde rente op het geleende of uitgeleende geldbedrag over de looptijd van de transactie, zodat de te betalen rente is begrepen in de terugkoopprijs. Bij een transactie met wederinkoop in de vorm van een lening tegen onderpand wordt de rente berekend door de desbetreffende rentevoet toe te passen op het bedrag van het krediet over de looptijd van de transactie.

2. Rechtstreekse aan- of verkopen van waardepapieren

Rechtstreekse aan- of verkopen van waardepapieren zijn transacties waarbij het Eurosysteem beleenbare activa rechtstreeks in de markt koopt of verkoopt. Deze transacties mogen alleen worden verricht ten behoeve van structurele en “fine-tuning”-doeleinden.

3. Deviezenswaps

Deviezenswaps voor monetaire-beleidsdoeleinden bestaan uit een gelijktijdige contante transactie en een termijntransactie in euro tegen een vreemde valuta. Dergelijke transacties kunnen worden verricht voor “fine-tuning”-doeleinden, in hoofdzaak om de liquiditeitsverhoudingen in de markt te beheersen en de rente te sturen.

4. Aantrekken van termijndeposito's

Het Eurosysteem kan tegenpartijen in de gelegenheid stellen rentedragende deposito's met een vaste looptijd aan te houden bij de nationale centrale bank van de lidstaat van vestiging van de tegenpartij. Het is de bedoeling dat dit instrument alleen wordt gebruikt voor “fine-tuning”-doeleinden om liquiditeiten aan de markt te onttrekken.

5. Uitgifte van ECB-schuldbewijzen

De ECB kan schuldbewijzen uitgeven ter beïnvloeding van de structurele positie van het Eurosysteem ten opzichte van de financiële sector om aldus een liquiditeitstekort in de markt te bewerkstelligen of te vergroten.

onverwachte liquiditeitsschommelingen op de geldmarkt te egaliseren. “Fine-tuning”-transacties zijn ook van belang voor het ondersteunen van de normale marktwerking en voor het verstrekken van liquiditeiten in zeer uitzonderlijke situaties, zoals na de terreuraanslagen van 11 september 2001 in de Verenigde Staten.

“Fine-tuning”-transacties kunnen worden vormgegeven als transacties met wederinkoop, rechtstreekse aan- of verkopen van waardepapieren, deviezenswaps en het aantrekken van termijndeposito's (alle beschreven in Kader 4.3). Gezien de vele andere instrumenten die het Eurosysteem ter beschikking staan, wordt slechts zelden gebruik gemaakt van “fine-tuning”-transacties. Eind juni 2003 had het Eurosysteem slechts acht “fine-tuning”-transacties uitgevoerd, oftewel gemiddeld minder dan twee per jaar.

Snelle tenders en bilaterale procedures

Vanwege het doel waarvoor zij worden ingezet, worden “fine-tuning”-transacties doorgaans uitgevoerd door middel van “snelle” tenders. Deze krijgen hun beslag binnen een uur, gerekend vanaf de aankondiging van de tender tot en met de bekendmaking van het toewijzingsresultaat. “Fine-tuning”-transacties kunnen ook worden uitgevoerd door middel van bilaterale procedures, waarbij het Eurosysteem een transactie verricht met één tegenpartij of enkele tegenpartijen zonder gebruik te maken van een tenderprocedure.

Hoge mate van flexibiliteit

Om het Eurosysteem in staat te stellen bij onverwachte marktontwikkelingen snel actie te nemen, is het wenselijk bij de invulling van “fine-tuning”-transacties een hoge mate van flexibiliteit te behouden. Deze transacties worden normaliter gedecentraliseerd door de nationale centrale banken uitgevoerd,

maar de Raad van Bestuur kan in uitzonderlijke situaties besluiten dat bilaterale “fine-tuning”-transacties door de ECB moeten worden uitgevoerd. Om operationele redenen kan slechts een beperkt aantal tegenpartijen aan “fine-tuning”-transacties deelnemen.

Structurele transacties

Het operationele kader biedt het Eurosysteem tevens de mogelijkheid om “structurele transacties” te verrichten. Dergelijke transacties strekken ertoe de structurele liquiditeitspositie van het Eurosysteem ten opzichte van het bankwezen, d.w.z. de hoeveelheid in de markt op de langere termijn beschikbare liquiditeiten, te beïnvloeden. Deze transacties kunnen worden uitgevoerd via transacties met wederinkoop, door rechtstreekse aan- of verkopen van waardepapieren of door de uitgifte van schuldbewijzen (zie Kader 4.3). Eind juni 2003 had het Eurosysteem nog geen van deze transacties verricht ter beïnvloeding van de structurele liquiditeitspositie van het bankwezen.

Structurele transacties

Structurele transacties kunnen in beginsel liquiditeitsverruimend of -verkrappend zijn en met een regelmatige of onregelmatige frequentie worden verricht. Structurele transacties kunnen worden uitgevoerd door middel van standaardtenders en de looptijd ervan kan variëren. De uitvoering geschiedt gedecentraliseerd en deelname staat open voor alle tegenpartijen die aan de geldende algemene criteria voldoen.

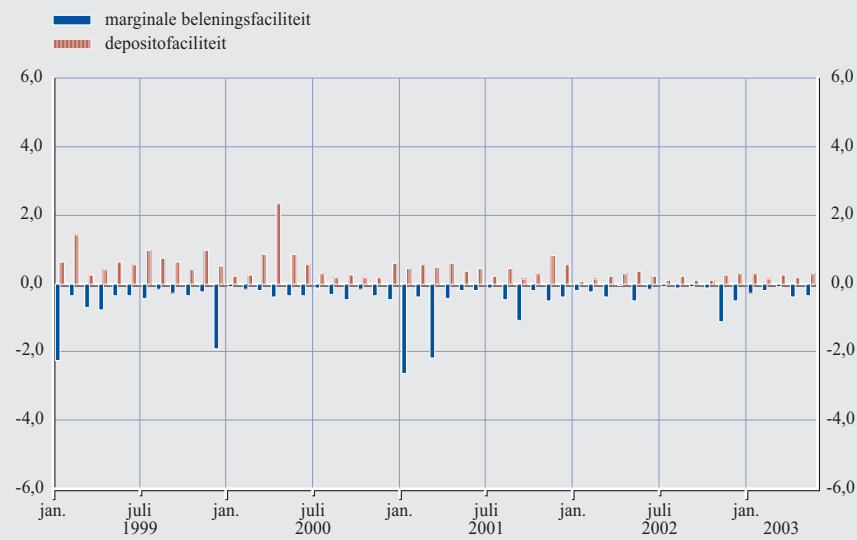
4.5 PERMANENTE FACILITEITEN

Zoals hierboven vermeld, wordt door het Eurosysteem het monetaire beleid ook ten uitvoer gelegd door het vaststellen van de rentevoeten op de permanente faciliteiten. Met dergelijke faciliteiten worden op initiatief van tegen-

Marginale beleningsfaciliteit en deposito-faciliteit zijn ...

Grafiek 4.3 Beroep op de permanente faciliteiten in de periode januari 1999 – juni 2003

(EUR miljard; gemiddelden van dagposities gedurende de aanhoudingsperiode)



Bron: ECB.

partijen liquiditeiten met een looptijd tot de volgende ochtend verstrekt of aangetrokken. Aan tegenpartijen staan twee permanente faciliteiten ter beschikking: de marginale beleningsfaciliteit en de depositofaciliteit. Door de in vergelijking met de marktrente doorgaans ongunstige rentetarieven worden banken niet gestimuleerd gebruik te maken van de permanente faciliteiten.

den van en verklaren het betrekkelijk grote beroep dat op de marginale beleningsfaciliteit werd gedaan in de aanhoudingsperiodes die respectievelijk in februari 1999¹² en januari 2000 afliepen.

Grafiek 4.4 laat het kenmerkende patroon van het beroep op de permanente faciliteiten binnen een reserve-aanhoudingsperiode zien. Het blijkt dat het beroep op de permanente faciliteiten het grootst is tegen het einde van een dergelijke periode. Dit is het gevolg van de middelingsfaciliteit binnen het stelsel van reserveverplichtingen, waardoor kredietinstellingen dagelijks liquiditeitstekorten en -overschotten mogen hebben en de vervulling van de reserveverplichtingen hetzij mogen vervroegen hetzij uitstellen tot aan het einde van de aanhoudingsperiode. Zoals eerder vermeld,

... en aan het einde van de reserve-aanhoudingsperiode

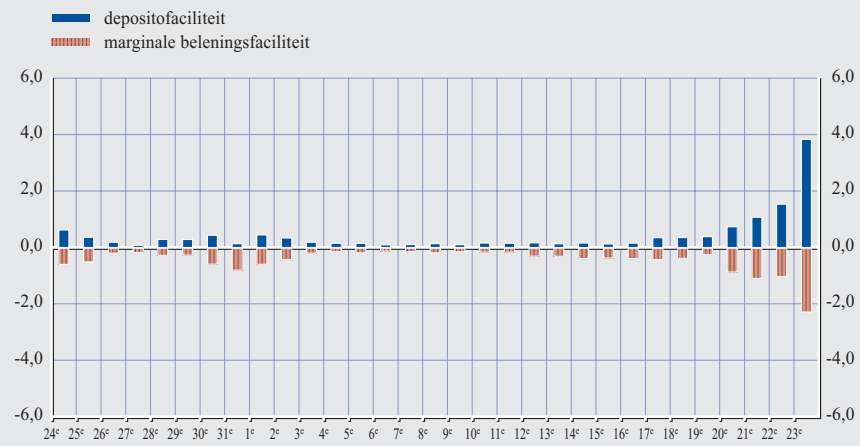
... van belang in uitzonderlijke omstandigheden ...

Grafiek 4.3 toont het gemiddelde dagelijkse beroep op de permanente faciliteiten in de periode januari 1999 – juni 2003. Uit het feit dat dit beroep doorgaans lager was dan € 1 miljard blijkt dat deze faciliteiten slechts dienen om in uitzonderlijke omstandigheden liquiditeiten te verschaffen of aan te trekken. De invoering van de euro begin 1999 en de overgang naar het nieuwe millennium zijn daar voorbeel-

¹² De eerste aanhoudingsperiode duurde langer dan normaal, te weten van 1 januari 1999 tot en met 23 februari 1999.

Grafiek 4.4 Beroep op de permanente faciliteiten binnen een aanhoudingsperiode

(EUR miljard; gemiddelden van dagposities gedurende de periode februari 1999 – juni 2003)



Bron: ECB.

worden de reserveverplichtingen pas bindend op de laatste dag van de aanhoudingsperiode, wanneer liquiditeits tekorten of -overschotten niet meer kunnen worden gecompenseerd door tegengestelde onevenwichtigheden binnen dezelfde aanhoudingsperiode.

4.6 DOOR DE CENTRALE BANK VERSCHAFTE LIQUIDITEITEN EN DE LIQUIDITEITSBEHOEFTE VAN HET BANKWEZEN

Het Eurosysteem als liquiditeitsverschaffer

Samenvattend kan worden gesteld dat het operationele kader bestaat uit een samenstel van instrumenten en procedures waarvan de ECB zich bedient om de rente te sturen, de liquiditeit op de geldmarkt te beheersen en via de door de Raad van Bestuur vastgestelde rentetarieven signalen af te geven omtrent de monetaire-beleidsvoornemens. Het bankwezen in het eurogebied heeft – vanwege de behoefte aan bankbiljetten en met name vanwege de opgelegde reserveverplichtingen – in totaal een liquiditeitstekort en is afhankelijk van herfinanciering door het Eurosysteem.

In deze situatie treedt het Eurosysteem op als verschaffer van liquiditeiten en kan het vanuit die positie de geldmarktrente sturen en monetaire-beleidsimpuls geven aan het gehele eurogebied.

De wisselwerking tussen het Eurosysteem en het bankwezen blijkt duidelijk uit de geconsolideerde balans van het Eurosysteem. In Tabel 4.3 is een vereenvoudigde en gestandaardiseerde balans van de centrale bank opgenomen.

Geconsolideerde balans van het Eurosysteem

Activa

Aan de actiefzijde bevinden zich de drie belangrijkste liquiditeitsverruimende posten: “herfinanciering van kredietinstellingen”, “marginale beleningsfaciliteit” en “netto externe activa”. Met herfinanciering van kredietinstellingen wordt het uitstaande bedrag aan liquiditeitsverruimende open-markttransacties bedoeld. In het geval van het Eurosysteem zijn hierin altijd de basisherfinancieringstransacties en de langerlopende herfinancieringstransacties begrepen. Liquiditeitsverruimende

Tabel 4.3 Structuur van de balans van de centrale bank	
Gestandaardiseerde balans van de centrale bank	
Activa	Passiva
Herfinanciering van kredietinstellingen	Door kredietinstellingen op rekeningen-courant aangehouden tegoeden(reserves)
Marginale beleningsfaciliteit	Depositofaciliteit
Netto externe activa	Bankbiljetten in omloop Overheidsdeposito's Overige factoren (netto)
Bovenstaande posten kunnen als volgt worden herschikt:	
Liquiditeitsverruiming door middel van monetaire-beleidsacties "herfinanciering van kredietinstellingen" plus "marginale beleningsfaciliteit" minus "depositofaciliteit"	
is gelijk aan	
Autonome factoren "bankbiljetten in omloop" plus "overheidsdeposito's" minus "netto externe activa" plus "overige factoren (netto)"	
plus	
Reserves	
"door kredietinstellingen op rekeningen-courant aangehouden tegoeden"	

"fine-tuning"-transacties en structurele transacties vallen hier ook onder. De marginale beleningsfaciliteit heeft betrekking op krediet met een looptijd tot de volgende ochtend dat door de centrale bank is verstrekt aan kredietinstellingen die een beroep doen op deze faciliteit. De post netto externe activa heeft betrekking op de in vreemde valuta luidende activa van de centrale bank, na aftrek van de in vreemde valuta luidende passiva.

Passiva Aan de passiefzijde bevinden zich vijf hoofdposten, te weten "door kredietinstellingen op rekeningen-courant aangehouden tegoeden", "depositofaciliteit", "bankbiljetten in omloop", "overheidsdeposito's" en "overige factoren (netto)". Met door kredietinstellingen op rekeningen-courant aangehouden tegoeden worden de tegoeden

van kredietinstellingen bedoeld die bij de centrale bank worden aangehouden ter voldoening aan vereveningsverplichtingen uit hoofde van interbancaire transacties en ter vervulling van de reserveverplichtingen. De depositofaciliteit betreft het totale beroep dat op deze permanente faciliteit is gedaan. De post bankbiljetten in omloop heeft betrekking op de waarde van de door de centrale bank op verzoek van de kredietinstellingen in omloop gebrachte bankbiljetten. Dit is doorgaans de grootste post aan de passiefzijde. Onder overheidsdeposito's vallen de door de nationale ministeries van financiën bij de nationale centrale banken aangehouden rekening-couranttegoeden. Overige factoren (netto) is een restpost die de overige posten op de balans omvat.

Tabel 4.4 Bijdragen aan de liquiditeit van het bankwezen

(EUR miljard; gemiddelden van dagposities gedurende de periode 24 mei 2003 - 23 juni 2003)

	Liquiditeits- verruimend (activa)	Liquiditeits- verkrappend (passiva)	Net bijdrage
Monetaire-beleidsmaatregelen van het Eurosysteem			
Basis-herfinancieringstransacties	194,7	–	+ 194,7
Langerlopende herfinancieringstransacties	45,0	–	+ 45,0
Andere open-markttransacties	0,0	0,0	0,0
Permanente faciliteiten	0,4	0,3	+ 0,1
Totaal (a)	240,1	0,3	+ 239,8
Autonome factoren van invloed op de liquiditeit van het bankwezen			
Bankbiljetten in omloop	–	373,2	- 373,2
Overheidsdeposito's bij het Eurosysteem	–	52,6	- 52,6
Netto externe activa	331,3	–	+ 331,3
Overige factoren (netto)	–	13,2	- 13,2
Totaal (b)	331,3	439,0	- 107,7
Reserves = door kredietinstellingen op rekeningen-courant bij het Eurosysteem aangehouden tegoeden			
Reserveverplichtingen (c)			131,5
Overreserves (d)			0,6
Totaal (a)+(b), (c)+(d)			132,1

Bron: ECB.

Vraag naar en aanbod van liquiditeiten

Boekhoudkundig gezien moeten de totale activa altijd gelijk zijn aan de totale passiva. Om inzicht te verwerven in de wijze waarop de centrale bank opereert, is het nuttig de balans te splitsen in drie onderdelen, zoals aangegeven in de onderste delen van Tabel 4.3.

Zoals uit de tabel blijkt, wordt het netto bedrag van de door de centrale bank aan de kredietinstellingen verschafte liquiditeiten gevormd door de som van twee onderdelen. Het eerste bestaat uit de zogeheten autonome factoren (bankbiljetten in omloop plus overheidsdeposito's minus netto externe activa plus overige factoren (netto), welke laatste post het netto effect weergeeft van de overige

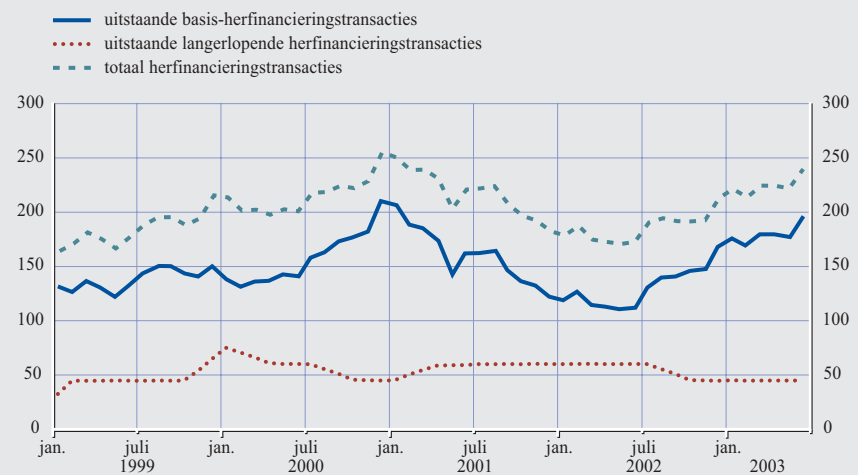
balansposten die van invloed zijn op de liquiditeit in de geldmarkt). Deze factoren beïnvloeden de liquiditeit van het bankwezen en worden in het jargon "autonoom" genoemd omdat zij normaliter niet voortvloeien uit het gebruik van monetaire-beleidsinstrumenten.¹³

Het tweede onderdeel bestaat uit de reserves (door kredietinstellingen op rekeningen-courant aangehouden tegoeden). De som van de autonome factoren en de door kredietinstellingen op rekeningen-courant aangehouden tegoeden is gelijk aan de door middel van de monetaire-beleidsmaatregelen verschafte liquiditeiten (herfinanciering van kredietinstellingen plus mar-

¹³ Op enkele autonome factoren kunnen de monetaire autoriteiten geen invloed uitoefenen (zoals bankbiljetten in omloop en overheidsdeposito's). Andere factoren, zoals de netto externe activa kunnen wel door de monetaire autoriteiten worden beheerst, maar de transacties in deze activa houden gewoonlijk geen verband met monetaire-beleidsmaatregelen (behalve bij deviezenswaps; zie Kader 4.2).

Grafiek 4.5 Omvang van de basis-herfinancieringstransacties en de langerlopende herfinancieringstransacties

(EUR miljard; gemiddelden van dagposities gedurende de aanhoudingsperiode)



Bron: ECB.

ginale beleningsfaciliteit minus depositofaciliteit).

Bijdragen van de belangrijkste posten

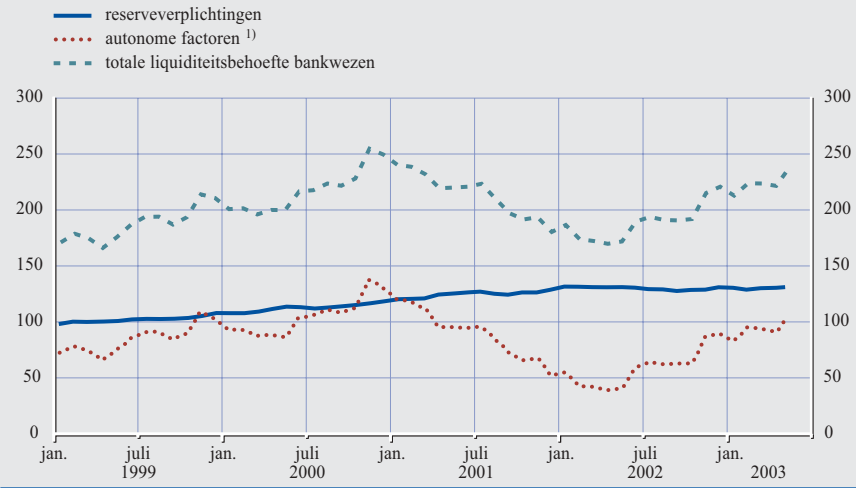
Na deze schematische analyse komt de werkelijke balans van het Eurosysteem aan de orde (Tabel 4.4), waarin de bijdragen zijn opgenomen die de belangrijkste posten hebben geleverd aan de liquiditeit van het bankwezen gedurende de reserve-aanhoudingsperiode van 24 mei 2003 tot en met 23 juni 2003. De liquiditeiten werden grotendeels verschaft via basis-herfinancieringstransacties. Aanvullende liquiditeiten werden verstrekt door middel van langerlopende herfinancieringstransacties. De permanente faciliteiten en andere transacties, zoals “fine-tuning” transacties, zijn doorgaans van slechts marginale invloed op de liquiditeit van het bankwezen.

In het tweede deel van Tabel 4.4 zijn de autonome factoren opgenomen. Het liquiditeitsverkrappende effect van de autonome factoren komt voornamelijk voor rekening van de bankbiljetten in

omloop en de overheidsdeposito's bij het Eurosysteem. De bankbiljetten in omloop verkrappen de liquiditeit van het bankwezen, omdat zij van de centrale bank moeten worden verkregen en kredietinstellingen daartoe middelen van de centrale bank moeten lenen. Er doet zich ook een compenserend effect voor op de liquiditeit van het bankwezen, in verband met de door het Eurosysteem aangehouden netto externe activa. Met aankopen van externe activa door het Eurosysteem worden liquiditeiten in het bankwezen geïnjecteerd en wordt de behoefte aan liquiditeitsverruimende monetaire-beleidsacties verminderd. De reserveverplichtingen hebben een liquiditeitsverkrappend effect dat in omvang vergelijkbaar is met dat van alle autonome factoren tezamen. De overreserves worden gevormd door het positieve verschil tussen de tegoeden die de kredietinstellingen op rekeningen-courant bij het Eurosysteem aanhouden en de reserveverplichtingen.

Grafiek 4.6 Reserveverplichtingen en autonome liquiditeitsfactoren

(EUR miljard; gemiddelden van dagposities gedurende de aanhoudingsperiode)



Bron: ECB.

1) De autonome factoren omvatten de bankbiljettenomloop plus de overheidsdeposito's plus de overige factoren minus de netto externe activa.

Relatief belang van de liquiditeitsverruimende factoren

In Grafiek 4.5 en Grafiek 4.6 wordt het beloop getoond van de belangrijkste liquiditeitsverruimende en liquiditeitsverkrappende factoren in de periode januari 1999 – juni 2003. Uit Grafiek 4.5 blijkt dat het overgrote deel van de liquiditeiten werd verschaft door middel van de basis-herfinancieringstransacties, wat het belang van dit monetaire-beleidsinstrument aangeeft. Aanvullende liquiditeiten werden verstrekt via de langerlopende herfinancieringstransacties. Zoals in Grafiek 4.5 te zien is, schommelde dit bedrag in de beschouwde periode tussen € 45 miljard en € 75 miljard.

Relatief belang van de liquiditeitsverkrappende factoren

Grafiek 4.6 laat de ontwikkeling zien van de twee belangrijkste factoren die een structureel liquiditeitstekort binnen het bankwezen veroorzaken. Meer dan de helft van de totale liquiditeitsbehoeften van het bankwezen wordt gewoonlijk veroorzaakt door de reserveverplichtingen. Het totale liquiditeitsverkrappende effect van de autonome factoren is in de loop van de tijd van

wisselend belang geweest, met name als gevolg van de sterke daling van de bankbiljettencirculatie vóór de overgang op de chartale euro in januari 2002 en het daaropvolgende krachtige herstel.

4.7 ERVARINGEN IN DE PERIODE JANUARI 1999 – JUNI 2003

Het operationele kader van het Euro-systeem heeft vanaf begin 1999 goed gefunctioneerd. Dankzij dit kader heeft de ECB in het algemeen op soepele wijze sturing kunnen geven aan de liquiditeitsverhoudingen en de korte rente. De enige uitzonderingen werden gevormd door enkele perioden van te lage en te hoge inschrijvingen op de basis-herfinancieringstransacties. De gemiddelde volatiliteit van de korte rente op de geldmarkt van het eurogebied is echter in de eerste jaren van de derde fase van de EMU naar internationale maatstaven laag gebleven. Deze lage volatiliteit van de korte geldmarktmarktrente werd, bij een zeer geringe inzet van “fine-tuning”-

Lage volatiliteit korte rente

transacties, vrijwel geheel gerealiseerd door een combinatie van reserveverplichtingen met een middelingsfaciliteit en wekelijkse open-markttransacties.

Stabiele geldmarktverhoudingen dragen bij aan een doelmatige transmissie van het monetaire beleid door de gehele economie en getuigen van een hoge mate van geloofwaardigheid van de centrale bank op het punt van de sturing van de geldmarkt en de beheersing van de liquiditeitsverhoudingen.

Duidelijke signalen omtrent monetaire-beleidskoers

De tot juni 2000 toegepaste vaste-rentetenders voor de basis-herfinancieringstransacties boden de ECB een goed instrument voor het afgeven van duidelijke signalen omtrent de monetaire-beleidskoers. Dit geldt eveneens voor de variabele-rentetenders met een minimale inschrijvingsrente zoals die sinds juni 2000 worden toegepast. Zoals blijkt uit de betrekkelijk geringe marge tussen de marginale toewijzingsrente en de minimale inschrijvingsrente, heeft dit systeem goed gefunctioneerd. Bovendien is de ECB erin geslaagd de volatiliteit van de korte geldmarktrente even laag te houden als tijdens de periode van vaste-rentetenders.

Flexibel operationeel kader

Tot slot kan worden gesteld dat met het operationele kader – dat voorziet in zowel wekelijkse basis-herfinancieringstransacties als maandelijks langerlopende herfinancieringstransacties – de gestelde doelen zijn gerealiseerd, te weten het verschaffen van langerlopende liquiditeiten aan het bankwezen en het bieden van voldoende flexibiliteit aan het Eurosysteem om de liquiditeitsontwikkelingen op de korte termijn met een voldoende mate van precisie te kunnen sturen. Het operationele kader is ook opgewassen gebleken tegen een reeks uitzonderlijke

uitdagingen, zoals de overgang op het nieuwe millennium en de terreuraanslagen van 11 september 2001, en heeft bewezen voldoende flexibel te zijn om het hoofd te kunnen bieden aan onvoorziene omstandigheden.

5 DE TENUITVOERLEGGING VAN HET MONETAIRE BELEID GEDURENDE DE EERSTE JAREN VAN DE DERDE FASE VAN DE ECONOMISCHE EN MONETAIRE UNIE

In dit hoofdstuk wordt de tenuitvoerlegging van het monetaire beleid in het eurogebied van begin 1999 tot medio 2003 besproken. In die periode is het eurogebied geconfronteerd met talrijke economische schokken van wisselende aard, omvang en hardnekkigheid. Tegen deze achtergrond heeft de Raad van Bestuur zich bij de monetaire-beleidsbesluiten laten leiden door de noodzaak op de middellange termijn prijsstabiliteit te handhaven.

5.1 INLEIDING

Prioriteit voor handhaving prijsstabiliteit op middellange termijn

Sinds de aanvang van de derde fase van de EMU in 1999 is de tenuitvoerlegging van het monetaire beleid in het eurogebied gericht geweest op de realisatie van de primaire doelstelling, te weten het handhaven van prijsstabiliteit op de middellange termijn. Bij de beoordeling van de risico's voor de prijsstabiliteit heeft de Raad van Bestuur zich immer laten leiden door het in de monetaire-beleidsstrategie vastgelegde kader, dat voorziet in een uitgebreide analyse van zowel de economische als de monetaire ontwikkelingen binnen het eurogebied (zie Hoofdstuk 3).

Wijziging frequentie vergaderingen Raad van Bestuur ter beoordeling monetaire-beleidskoers

In de eerste jaren van de Monetaire Unie heeft de Raad van Bestuur de monetaire-beleidskoers om de twee weken beoordeeld. In november 2001 heeft de Raad van Bestuur echter besloten dat in de toekomst de monetaire-beleidskoers doorgaans alleen zou worden beoordeeld tijdens de eerste vergadering van de maand. Dienovereenkomstig werd bekendgemaakt dat rentebesluiten normaliter gedurende die vergadering zouden worden genomen, terwijl gedurende de tweede vergadering van de maand de Raad van Bestuur zich zou buigen over aangelegenheden met betrekking tot de andere taken en verantwoordelijkheden van de ECB en het Eurosysteem.

Globaal kunnen, wat de koers van het monetaire beleid betreft, in de periode van januari 1999 tot en met juni 2003 drie fasen worden onderscheiden (zie Grafiek 4.1). Begin 1999 werd door een combinatie van factoren die zich reeds in 1998 in de deelnemende landen hadden doen gevoelen de neerwaartse risico's voor de prijsstabiliteit in het eurogebied versterkt. In reactie daarop besloot de Raad van Bestuur in april 1999 de vaste rente op de basisherfinancieringstransacties te verlagen tot 2,5%.

Later, in de periode van de zomer van 1999 tot eind 2000, nam de inflatoire druk geleidelijk toe in een klimaat gekenmerkt door een hoge economische groei, toenemende druk op de invoerprijzen door stijgende olieprijsen en een dalende wisselkoers, en een sterke monetaire expansie. Onder deze omstandigheden heeft de Raad van Bestuur de belangrijkste rentetarieven in de periode november 1999 – oktober 2000 met in totaal 225 basispunten verhoogd.

Vervolgens werd het, na een periode van gemengde signalen rond de jaarwisseling 2000/2001, vanaf het voorjaar van 2001 geleidelijk duidelijker dat de inflatoire druk afnam. De belangrijkste factoren die aan deze ontwikkeling bijdroegen waren een

Drie perioden: vanaf begin derde fase EMU tot zomer 1999, ...

... zomer 1999 tot eind 2000 ...

... en een derde fase vanaf voorjaar 2001

zwakke economische groei en een hogere wisselkoers van de euro in een klimaat gekenmerkt door aanpassing op de financiële markten en een hoge mate van geopolitieke onzekerheid. Tegen deze achtergrond heeft de Raad van Bestuur de belangrijkste rentetarieven van de ECB in de periode mei 2001 – juni 2003 met in totaal 275 basispunten verlaagd. De uitdagingen waarvoor het gemeenschappelijke monetaire beleid zich de eerste vier en een half jaar zag gesteld worden in de volgende paragraaf nader beschreven.

5.2 DE BELANGRIJKSTE ONTWIKKELINGEN

Overdracht monetaire-beleidsverantwoordelijkheid aan de ECB

Het convergentieproces naar de derde fase van de EMU werd afgesloten toen de ECB op 1 januari 1999 de verantwoordelijkheid voor het monetaire beleid in het eurogebied op zich nam. In de landen die nu het eurogebied vormen was prijsstabiliteit bereikt, zodat de Raad van Bestuur met de

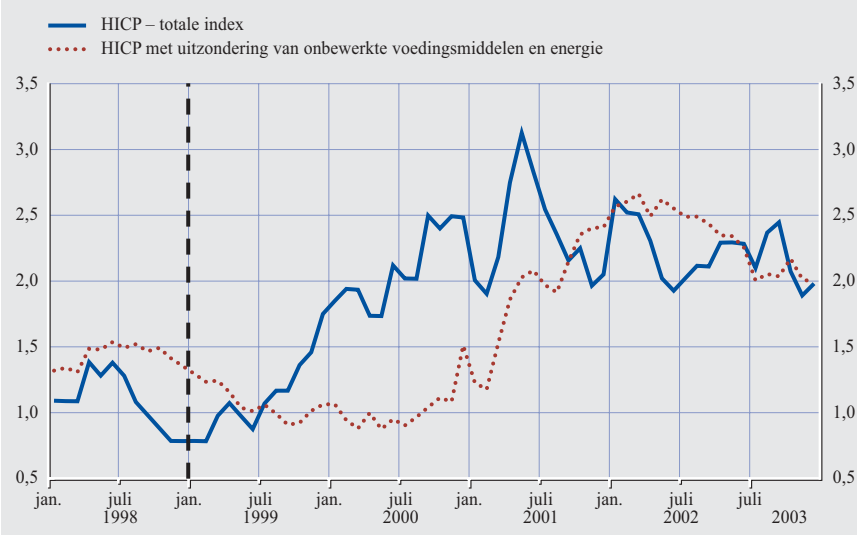
werkzaamheden kon beginnen in een periode met een zeer lage rente. De rente op de eerste basis-herfinancieringstransactie werd vastgesteld op 3%, en de rentevoeten op de marginale beleningsfaciliteit en de depositofaciliteit op respectievelijk 4,5% en 2%. Deze rentetarieven werden op 22 december 1998 aangekondigd na de gecoördineerde renteverlaging op 3 december door de nationale centrale banken van alle landen die van meet af aan op de euro zouden overgaan.

In het eerste kwartaal van 1999 bleef de prijsontwikkeling gematigd, in hoofdzaak door de invloed van eerdere positieve aanbodschokken in verband met de daling van de oliepijzen en de deregulering binnen de dienstensector. Begin 1999 was de HICP-inflatie minder dan 1% (zie Grafiek 5.1). In dit klimaat van lage inflatie ontwikkelden zich neerwaartse risico's voor de economische groei als gevolg van een zwakkere buitenlandse vraag naar aan-

Neerwaartse risico's voor prijsstabiliteit begin 1999

Grafiek 5.1 HICP-inflatie

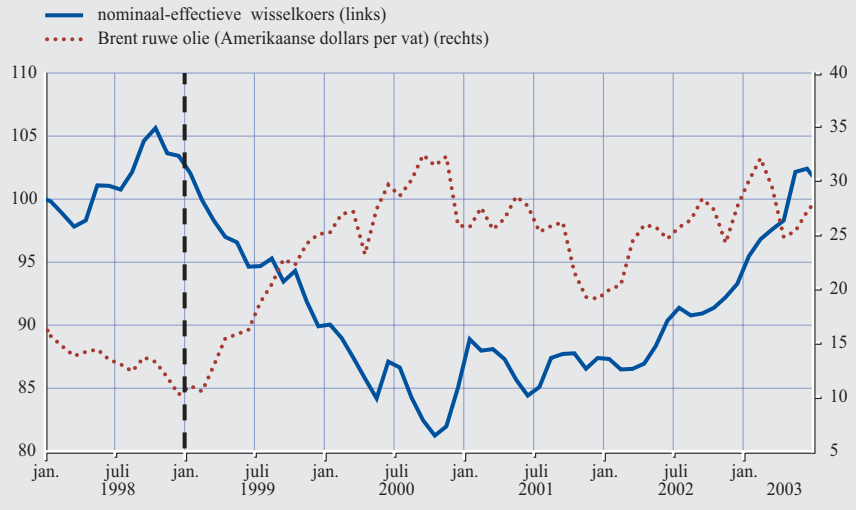
(mutaties in procenten per jaar)



Bron: Eurostat.

Grafiek 5.2 Nominaal-effectieve wisselkoers van de euro en de olieprijsen

(maandgemiddelden; index: 1999-I = 100)



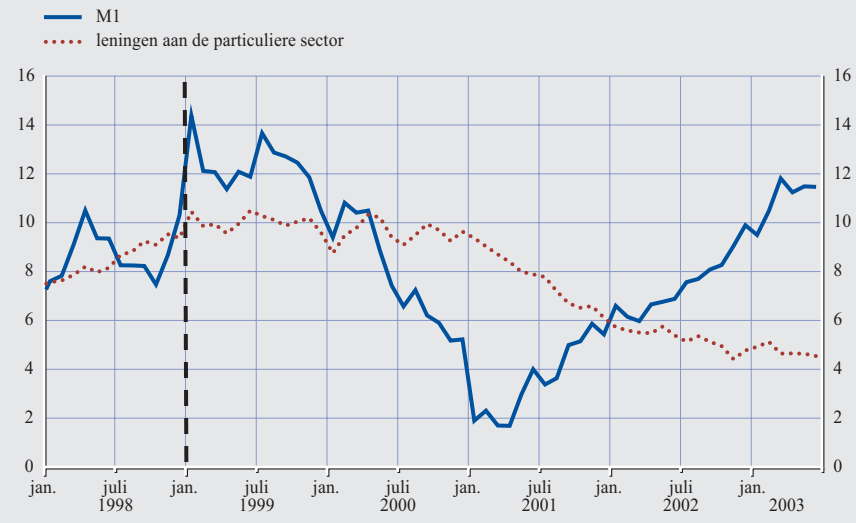
Bronnen: ECB en Reuters.

leiding van de Azië-crisis eind 1997 en de afname van het vertrouwen na de onrust op de financiële markten na de Rusland-crisis in de zomer van 1998. Het werd aldus steeds duidelijker dat

de risico's voor de prijsstabiliteit op de middellange termijn neerwaarts waren gericht. Tegelijkertijd gaven sommige indicatoren echter andere signalen af. Ondanks de economische vertraging

Grafiek 5.3 M1 en leningen aan de particuliere sector

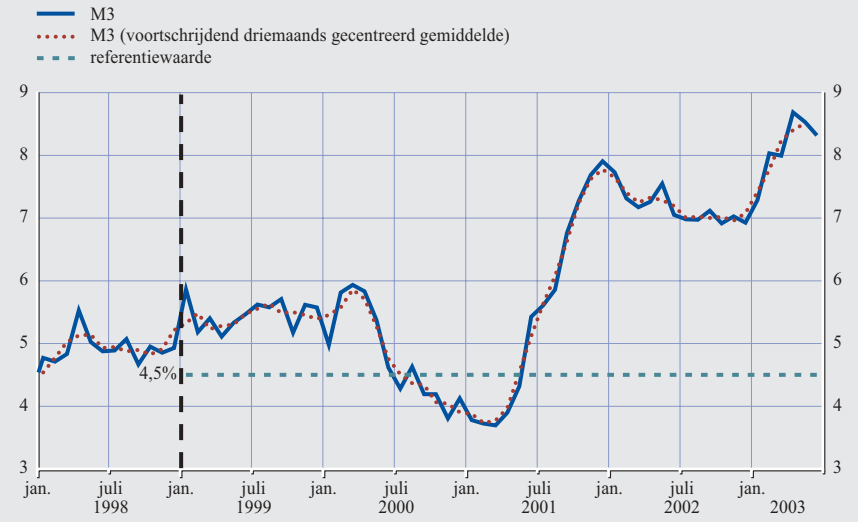
(mutaties in procenten per jaar)



Bron: ECB.

Grafiek 5.4 De groei van M3 en de referentiewaarde

(mutaties in procenten per jaar)



Bron: ECB.

bleef het consumentenvertrouwen op een betrekkelijk hoog niveau. Voorts begonnen vanaf medio februari de olieprijsen te stijgen, terwijl de eerste maanden van het jaar de euro effectief enigszins in waarde daalde (zie Grafiek 5.2). Ten slotte bedroeg gedurende dezelfde periode de groei van de leningen aan de particuliere sector op jaarbasis rond 10% (zie Grafiek 5.3) en lag de groei van M3 ook duidelijk boven de door de ECB gehanteerde referentiewaarde van 4½ % (zie Grafiek 5.4). In die periode werd de monetaire ontwikkeling echter niet gezien als bron van opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit, mede omdat de afwijkingen ten opzichte van de referentiewaarde noch aanzienlijk noch langdurig van aard waren.

Renteverlaging
ECB in april
1999

In het licht van deze overwegingen besloot de Raad van Bestuur op 8 april 1999 de rente op de basis-herfinancieringstransacties met 50 basispunten te verlagen tot 2,5%. Tegelijkertijd verlaagde de Raad de rente op de mar-

ginale beleningsfaciliteit tot 3,5% en die op de depositofaciliteit tot 1,5%. Deze besluiten werden passend geacht als voorzorgsmaatregel met het oog op het behoud van prijsstabiliteit op de middellange termijn.

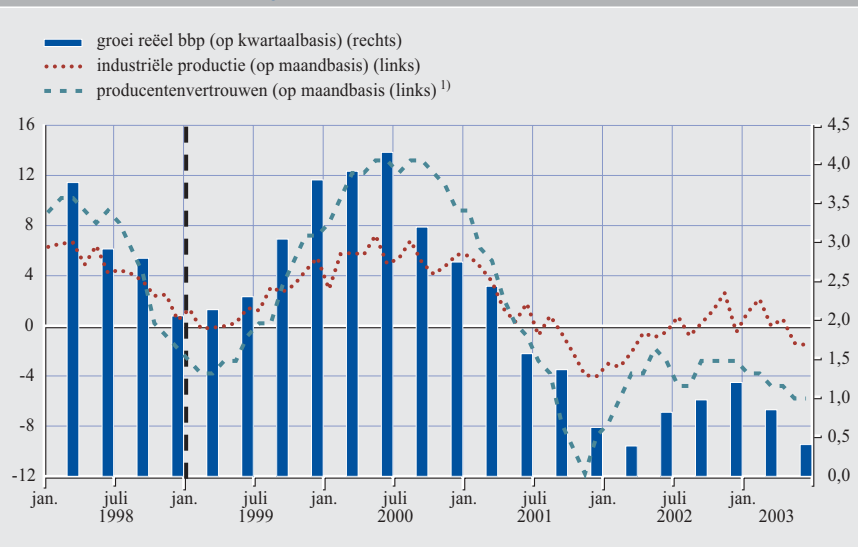
Het werd vanaf de zomer van 1999 duidelijk dat de economische groei in de tweede helft van het jaar en in 2000 waarschijnlijk een aanzienlijke versnelling zou vertonen. De meeste economische indicatoren wezen in toenemende mate op een economische opleving (zie Grafiek 5.5).

Economisch
klimaat vanaf
medio 1999
geleidelijk
verbeterd, ...

In dit klimaat nam door de ontwikkeling van de invoerprijzen de prijsdruk in het eurogebied toe. De ontwikkelingen aan zowel de aanbod- als de vraagzijde van de oliemarkt gaven tussen medio 1999 en eind 2000 aanleiding tot een gestage stijging van de olieprijsen, terwijl de wisselkoers van de euro belangrijk daalde. Als gevolg daarvan liep de twaalfmaands HICP-inflatie gedurende deze periode gelei-

... invoerprijzen
leidden tot
toenemende
prijsdruk, ...

Grafiek 5.5 Reëel bbp, industriële productie en producentenvertrouwen in het eurogebied



Bronnen: Eurostat en conjunctuurenquêtes van de Europese Commissie.

1) Afwijkingen van het gemiddelde sinds januari 1985.

delijk op, tot een niveau van meer dan 2%, de bovengrens binnen de door de ECB gehanteerde definitie van prijsstabiliteit. Maatstaven van de HICP-inflatie met uitzondering van de prijzen van onbewerkte voedingsmiddelen en energie bleven in deze periode op een betrekkelijk laag niveau ondanks een betrekkelijk krachtige economische groei. Er deden zich echter steeds meer aanwijzingen voor dat de inflatoire druk vanuit de invoerprijzen secundaire effecten zou kunnen hebben via de loon- en de prijsvorming en aldus zou kunnen leiden tot een opwaartse bijstelling van de verwachtingen van de burgers met betrekking tot de inflatie op de lange termijn (zie Grafiek 5.6).

... en monetaire expansie nam structurele trekken aan ...

Aanleiding tot zorg werd ook gegeven door het feit dat de monetaire expansie op jaarbasis eind 1999 en begin 2000 aanzienlijk versnelde en uiteindelijk zelfs een niveau van meer dan

6% bereikte. De aanhoudende monetaire expansie gaf aan dat zich steeds meer liquiditeiten ophoopten. Voorts bleef het groeitempo van de leningen aan de particuliere sector op jaarbasis rond een niveau van 10% schommelen.

Tegen deze achtergrond heeft de Raad van Bestuur de belangrijkste rentetarieven van de ECB in de periode november 1999 – oktober 2000 stapsgewijs met in totaal 225 basispunten verhoogd. Eind 2000 lag als gevolg van deze besluiten de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties¹⁴ op 4,75%, de rente op de depositofaciliteit op 3,75% en die op de marginale beleningsfaciliteit op 5,75%.

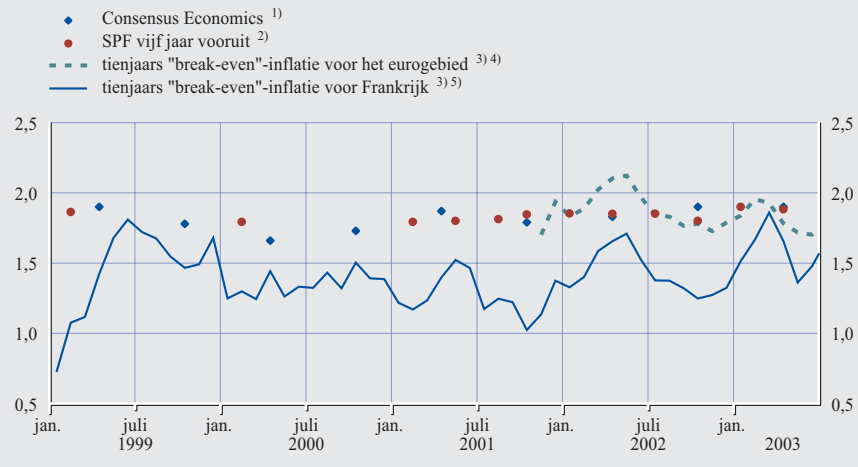
... leidend tot een geleidelijke verhoging van de belangrijkste rentetarieven van de ECB

Na sinds eind 1998 voortdurend te zijn gedaald, spoorde de wisselkoers van de euro steeds minder met de gezonde onderliggende economische verhou-

Interventie op valutamarkten najaar 2000

¹⁴ In juni 2000 is de ECB bij de basis-herfinancieringstransacties overgegaan van vaste-rentetenders op variabele-rentetenders met een minimale inschrijvingsrente..

Grafiek 5.6 Indicatoren van de inflatieverwachtingen voor de lange termijn in het eurogebied



Bronnen: Franse ministerie van financiën, Reuters, Consensus Economics en de ECB.

- 1) Overzicht van prognoses van vooraanstaande economische en financiële deskundigen, zoals door Consensus Economics Inc. gepubliceerd. Deze maatstaf van de inflatieverwachtingen voor de lange termijn heeft betrekking op de twaalfmaands inflatie die wordt verwacht op een termijn van zes tot tien jaar.
- 2) Survey of Professional Forecasters uitgevoerd door de ECB met verschillende grootheden en verschillende voorspelperioden. De deelnemers zijn deskundigen in dienst van binnen de Europese Unie gevestigde instellingen.
- 3) De "break-even"-inflatie heeft betrekking op de gemiddelde waarde van de inflatieverwachtingen gedurende de looptijd van de geïndexeerde obligatie en wordt berekend als het verschil tussen het nominale rendement op een gewone obligatie en het reële rendement op een met de inflatie geïndexeerde obligatie uitgegeven door dezelfde emittent en met een vergelijkbare looptijd.
- 4) Uitgegeven door de Franse overheid en gekoppeld aan de HICP voor het eurogebied met uitzondering van de tabaksprijzen.
- 5) Uitgegeven door de Franse overheid en gekoppeld aan de Franse CPI met uitzondering van de tabaksprijzen.

dingen in het eurogebied, wat aanleiding begon te geven tot belangrijke onevenwichtigheden, met alle potentiële gevolgen vandien voor de wereldeconomie en voor de prijsstabiliteit in het eurogebied. Op initiatief van de ECB werd daarom op 22 september 2000 op het niveau van de G-7 getracht deze waardedaling tegen te gaan door middel van een gecoördineerde interventie op de valutamarkten door de ECB en de monetaire autoriteiten van de Verenigde Staten, Japan, het Verenigd Koninkrijk en Canada. De ECB zelf intervenueerde begin november opnieuw. Na deze interventies kwam eind 2000 een einde aan de neerwaartse tendens van de wisselkoers van de euro.

In hoofdzaak als gevolg van stijgingen van de prijzen van onbewerkte voedingsmiddelen in verband met dierziekten, bleef de HICP-inflatie op jaarbasis begin 2001 oplopen, tot een hoogste niveau van 3,4% in mei (later bijgesteld tot 3,1%). Tegelijkertijd versnelde het tempo van de loonstijgingen, hetgeen bijdroeg aan een hogere HICP-inflatie met uitzondering van de prijzen van onbewerkte voedingsmiddelen en energie.

Deze prijsdruk op de korte termijn stond enigszins in tegenstelling met de reëel-economische ontwikkelingen. Eind 2000 waren er al aanwijzingen van een verzwakking van de wereldeconomie. De eerste tekenen van een

HICP-inflatie bleef begin 2001 stijgen

Eind 2000 en in 2001 tekenen van verzwakking economische bedrijvigheid, ...

vertraging in de Verenigde Staten, die naar voren kwamen na de sterke daling van de beurskoersen na het hoogtepunt begin 2000, en een verslechtering van de situatie in Japan gaven in toenemende mate aanleiding tot onzekerheid over de groeivoorzichten voor de wereldeconomie.

... ook in
eurogebied, ...

Ook in het eurogebied deden zich begin 2001 enkele tekenen voor van een vertraging van de economische groei. Alle eind 2000 en begin 2001 beschikbare prognoses wezen zelfs op een geleidelijke vertraging van de reële bbp-groei in het eurogebied later in 2001 tot een niveau globaal in overeenstemming met de trendmatige potentiële groei. De aan deze prognoses verbonden onzekerheden waren bovendien, gezien de verslechterende internationale economische vooruitzichten, in toenemende mate neerwaarts gericht.

... en monetaire
expansie
eveneens
vertraagd

De groei van M3 vertoonde begin 2001 een verdere vertraging, en het twaalfmaands groeitempo van M3 bleef onder de referentiewaarde, als gevolg van een aanzienlijke vertraging van de groei van de meest liquide componenten (begrepen in het enge monetaire aggregaat M1), waarschijnlijk als gevolg van de invloed van de hogere rentetarieven van de ECB sinds november 1999. De groei op jaarbasis van de leningen aan de particuliere sector liet begin 2001 ook een vertraging zien.

Raad van
Bestuur besloot
in mei 2001 de
belangrijkste
rentetarieven
van de ECB te
verlagen

Al met al was het op grond van zowel de monetaire ontwikkelingen als de vooruitzichten voor de economische groei duidelijk dat de inflatoire druk afnam. Tegen deze achtergrond besloot de Raad van Bestuur twee maal de belangrijkste rentetarieven van de ECB met 25 basispunten te verlagen, en wel op 10 mei en 30 augustus 2001.

De terreuraanslagen van 11 september 2001 leidden tot een verhoogde economische onzekerheid en een afgenomen vertrouwen, zodat het gevaar dreigde van een versterking van de neerwaartse tendens van de wereldeconomie. Onder deze omstandigheden, waarbij de vooruitzichten voor de economische groei in het eurogebied al vóór de terreuraanslagen waren verzwakt, namen de neerwaartse risico's voor de economische groei toe terwijl verwacht werd dat de inflatoire druk zou afnemen. Na een buitengewone, met behulp van de teleconferentiesystemen van de ECB gehouden vergadering op 17 september 2001 besloot de Raad van Bestuur de belangrijkste rentetarieven van de ECB met 50 basispunten te verlagen, conform vergelijkbare besluiten van de Amerikaanse Fed en andere centrale banken over de gehele wereld. Dit besluit moet worden gezien als een buitengewone reactie op buitengewone omstandigheden en weerspiegelde de overtuiging dat een snel en gezamenlijk antwoord op deze mondiale schok geboden was.

Na de terreuraanslagen werd het duidelijk dat de economische bedrijvigheid in het eurogebied in de tweede helft van 2001 en begin 2002 zwak zou blijven. Tegelijkertijd begon de invloed van de opwaartse prijsschokken als gevolg van de stijging van de olieprijs en de daling van de koers van de euro in 1999 en 2000 alsmede van de stijging van de prijzen van voedingsmiddelen begin 2001, geleidelijk weg te ebbem.

Hoewel de monetaire expansie krachtig was, werd dit niet beschouwd als een opwaarts risico voor de prijsstabiliteit. Het bleek dat de voortgaande daling van de beurskoersen vanaf de

Terreuraanslagen in
Verenigde
Staten grote
schok voor de
wereldeconomie

Na 11
september
verdere
afname
inflatoire
druk ...

... en grotere
vraag naar
liquide activa in
periode van
grote
onzekerheid

hoogste niveaus begin 2000 veel beleggers ertoe had aangezet hun beleggingsportefeuilles te herschikken naar veiliger en meer liquide kortlopende activa. Dit proces werd nog verder versterkt na de terreuraanslagen in de Verenigde Staten in september 2001, aangezien deze leidden tot een verhoogde onzekerheid op de financiële markten. Eind 2001 matigde de vertraging van de groei van de leningen aan de particuliere sector ook de vrees voor opwaartse druk op de prijzen.

In november 2001 rente wederom verlaagd

Gezien al deze ontwikkelingen werden de belangrijkste rentetarieven van de ECB op 8 november 2001 met nog eens 50 basispunten verlaagd. Daardoor kwam de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties op 3,25% en de rente op de depositofaciliteit en de marginale beleningsfaciliteit op respectievelijk 2,25% and 4,25%.

Vooruitzichten voor economische bedrijvigheid leken begin 2002 te verbeteren ...

Gedurende de eerste maanden van 2002 leken de neerwaartse risico's voor de economische groei in verband met de terreuraanslagen van 11 september af te nemen. Sommige indicatoren wezen op een herstel van de economische bedrijvigheid in het eurogebied en van de wereldeconomie in het algemeen. In het eurogebied deed zich begin 2002 inderdaad een gematigd herstel van de reële bbp-groei voor. Ondanks de toentertijd vrij algemeen levende verwachting dat de reële economische groei in de tweede helft van 2002 op het potentiële groeiniveau zou uitkomen, bleef het herstel omgeven door een ongewoon hoge mate van onzekerheid, ook al vanwege de voortdurend zwakke koersontwikkeling en de hoge volatiliteit op de beurzen.

In de tweede helft van 2002 nam de zorg over de economische vooruitzichten verder toe. De economische ervaring bleek zwakker dan verwacht. De geopolitieke spanningen in het Midden-Oosten namen toe, hetgeen leidde tot stijgende olieprijsen. Tegelijkertijd ontstond in toenemende mate twijfel aan de door bedrijven verstrekte financiële informatie. In combinatie met tegenvallende bedrijfsresultaten oefende dit, in een klimaat van hoge volatiliteit, neerwaartse druk uit op de aandelenkoersen. Al deze factoren tezamen leidden tot hernieuwde neerwaartse bijstellingen van de verwachtingen met betrekking tot de economische groei in het eurogebied.

De HICP-inflatie bleef in 2002 desalniettemin hoger dan 2%. Dit kwam mede door de invloed van het slechte weer op de prijzen van voedingsmiddelen en door de olieprijsstijgingen. Ook deed zich als gevolg van de overgang op de chartale euro¹⁵ enige opwaartse druk op de prijzen voor, met name voor bepaalde diensten, hoewel de totale invloed hiervan gering was. Enige aanleiding tot zorg met betrekking tot de vooruitzichten voor de prijsstabiliteit op de middellange termijn werd gegeven door het feit dat de minder volatiele componenten van de inflatie in een klimaat van zwakke economische bedrijvigheid tamelijk hoog bleven en dat, ondanks de stijging van de werkloosheid, de nominale loonstijging betrekkelijk krachtig bleef.

De zwakke economische bedrijvigheid werd in toenemende mate gezien als een factor die uiteindelijk de potentiële opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit zou beperken, aangezien het

... maar verslechterden weer na de zomer

HICP-inflatie bleef betrekkelijk hoog ...

... hoewel vele elementen wezen op een lagere inflatoire druk op de middellange termijn

¹⁵ Bij de aanvang van de derde fase van de EMU luidden de bankbiljetten en munten nog in de nationale valuta's. Eurobankbiljetten en -munten zijn op 1 januari 2002 ingevoerd.

minder waarschijnlijk was dat de met de lonen samenhangende risico's zich in dit klimaat zouden doen gevoelen. Bovendien droeg de stijging van de wisselkoers van de euro vanaf het voorjaar van 2002 ook bij aan het terugdringen van de inflatoire druk.

Monetaire expansie ook in 2002 en begin 2003 sterk

De monetaire expansie is in 2002 en begin 2003 krachtig gebleven. Evenals in 2001 was dit deels het gevolg van de hoge volatiliteit op de financiële markten, waardoor de voorkeur van beleggers voor kortlopende liquide en minder risicovolle financiële activa werd versterkt. Tegelijkertijd weerspiegelde deze situatie echter ook de betrekkelijk lage rente in het eurogebied in 2002. Gezien de zwakke economische bedrijvigheid in het eurogebied en de aanhoudend gematigde groei van de kredietverlening, werden de inflatoire risico's van de sterke monetaire expansie toch gering geacht. De overliquiditeit duidde derhalve niet op een risico voor de prijsstabiliteit in een klimaat dat verder werd gekenmerkt door een gematigde groei van de kredietverlening en een zwakke economische bedrijvigheid.

Als gevolg daarvan werden de belangrijkste rentetarieven van de ECB verlaagd tot een zeer laag niveau

In het licht van al deze ontwikkelingen heeft de Raad van Bestuur de belangrijkste rentetarieven van de ECB in de periode december 2002 – juni 2003 verder verlaagd, met in totaal 125 basispunten. Met deze besluiten werd tegenwicht geboden aan de verschillende factoren met een negatief effect op de economische bedrijvigheid en werden de vooruitzichten voor prijsstabiliteit op de middellange termijn verbeterd. Als gevolg van deze rentebesluiten, lag de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties in juni 2003 op 2%. De rente op de marginale belenings-

faciliteit bedroeg toen 3% en die op de depositofaciliteit 1%.

5.3 BEOORDELING VAN HET MONETAIRE BELEID GEDURENDE DEZE PERIODE

In de eerste jaren moest het monetaire beleid worden gevoerd in een zeer moeilijk klimaat waarin een reeks verschillende schokken de prijsontwikkeling sterk beïnvloedde. Enkele van deze schokken waren de verdriedubbeling van de olieprijsen tussen begin 1999 en medio 2000, een belangrijke daling van de wisselkoers van de euro gedurende deze periode, en in 2001 de prijsstijgingen voor voedingsmiddelen als gevolg van een reeks dierziekten. In dit klimaat van opwaartse risico's voor de prijzen, was het van het allergrootste belang te voorkomen dat deze ontwikkelingen zouden overslaan op de inflatieverwachtingen en aanleiding zouden geven tot een loon-prijsspiraal.

Tegelijkertijd moest het monetaire beleid op deze schokken reageren met de vereiste oriëntatie op de middellange termijn om de volatiliteit van het productiebeloop te beperken. Deze oriëntatie op de middellange termijn hield ook in dat met het monetaire beleid door het prijsbeloop op de korte termijn moest worden heengekeken om de prijsontwikkeling op de langere termijn goed te kunnen sturen.

Ondanks een reeks schokken met negatieve gevolgen voor de inflatie, is de gemiddelde twaalfmaands HICP-inflatie in het eurogebied in de periode januari 1999 – juni 2003 een niveau van 2%, de bovengrens binnen de door de ECB gehanteerde definitie van prijsstabiliteit, slechts licht te boven gegaan. Tegelijkertijd wordt opgemerkt dat sinds begin 1999 alle indicatoren van de inflatieverwachtingen

In een moeilijk klimaat van inflatoire druk op de korte termijn ...

... heeft de ECB gehandeld vanuit een perspectief op de middellange termijn ...

... en is de geloofwaardigheid gehandhaafd

voor de lange termijn in het eurogebied vrijwel voortdurend een niveau hebben aangegeven van minder dan maar dicht bij 2%. Ook kan worden opgemerkt dat de inflatieverwachtingen op dat niveau zijn gebleven gedurende perioden van zowel toenemende als afnemende inflatoire druk. Dit geldt niet alleen voor de inflatieverwachtingen voor de lange termijn zoals die naar voren komen uit enquêtes van particuliere instellingen, maar blijkt ook uit de in de obligatiekoersen verdisconteerde inflatieverwachtingen (zie Grafiek 5.6). Dit duidt erop dat de burgers en de markten vertrouwen hebben gehad in de vastberadenheid van de ECB om op de middellange termijn prijsstabiliteit te handhaven. Dit alles wijst erop dat vanaf het allereerste begin de ECB in staat is gebleken geloofwaardigheid op te bouwen en de burgers en de markten te doorringen van haar vastberadenheid om op de middellange termijn prijsstabiliteit te handhaven.

BIJLAGE

GESCHIEDENIS – DE DRIE FASEN VAN DE ECONOMISCHE EN MONETAIRE UNIE

In juni 1988 bevestigde de Europese Raad de doelstelling van de progressieve vorming van een economische unie en droeg een comité onder voorzitterschap van Jacques Delors, de toenmalige voorzitter van de Europese Commissie, op concrete stappen die tot deze unie moesten leiden te bestuderen en voor te stellen. Het comité bestond uit de presidenten van de centrale banken van de lidstaten van de EG, Alexandre Lamfalussy, de toenmalige Directeur-generaal van de Bank voor Internationale Betalingen, Niels Thygesen, professor in de economische wetenschap te Kopenhagen, en Miguel Boyer, de toenmalige president van de Banco Exterior de España. In het door het comité opgestelde “Rapport Delors” werd voorgesteld dat de economische en monetaire unie tot stand zou moeten worden gebracht in drie aparte maar op elkaar aansluitende fasen.

Eerste fase van de EMU

Op basis van het Rapport Delors besloot de Europese Raad in juni 1989 dat met de eerste fase van de verwezenlijking van de economische en monetaire unie moest worden begonnen op 1 juli 1990 – de datum waarop in beginsel alle kapitaalrestricties tussen de lidstaten werden opgeheven. Op dat tijdstip werden aan het Comité van presidenten van de centrale banken van de lidstaten van de Europese Economische Gemeenschap, dat sinds de oprichting in mei 1964 een steeds belangrijker rol bij de monetaire samenwerking had gespeeld, aanvullende bevoegdheden toegekend. Deze werden vastgelegd in een Raadsbesluit van 12 maart 1990 en omvatten onder meer het voeren van overleg over en het bevorderen van de coördinatie van het monetaire beleid van de lidstaten, met als doel het tot stand brengen van prijsstabiliteit. Gezien de betrekkelijk korte tijd die beschikbaar was en gezien de complexiteit van de opgedragen taken, werden ook de voorbereidende werkzaamheden voor de derde fase van de Economische en Monetaire Unie (EMU) in gang gezet door het Comité van centrale-bank-presidenten. De eerste stap bestond uit het inventariseren van alle onderwerpen die in een vroegtijdig stadium moesten worden onderzocht, het vóór eind 1993 opstellen van een programma van werkzaamheden en het dienovereenkomstig vaststellen van de taakomschrijvingen van de voor dat doel op te richten subcomités en werkgroepen.

Voor de verwezenlijking van de tweede en de derde fase werd het noodzakelijk geacht het Verdrag tot oprichting van de Europese Economische Gemeenschap (het “Verdrag van Rome”) te herzien om de vereiste institutionele structuur te kunnen opbouwen. Daartoe werd een Intergouvernementele Conferentie over de EMU bijeengeroepen, die in 1991 parallel aan de Intergouvernementele Conferentie over de Politieke Unie werd gehouden. De onderhandelingen resulteerden in het Verdrag betreffende de Europese Unie, dat in december 1991 werd overeengekomen en dat op 7 februari 1992 in Maastricht werd ondertekend. Als gevolg van vertragingen bij de ratificatie trad het Verdrag (dat diende ter aanpassing van het Verdrag tot oprichting van de Europese Economische Gemeenschap – en daarbij de naam ervan veranderde in Ver-

drag tot oprichting van de Europese Gemeenschap – en dat onder meer het Protocol betreffende de Statuten van het Europees Stelsel van Centrale Banken en van de Europese Centrale Bank alsmede het Protocol betreffende de Statuten van het Europees Monetair Instituut omvatte) pas op 1 november 1993 in werking.

Tweede fase van de EMU, oprichting van het EMI en de ECB

Met de oprichting van het Europees Monetair Instituut (EMI) op 1 januari 1994 begon de tweede fase van de EMU en hield het Comité van centrale-bankpresidenten op te bestaan. Het tijdelijke bestaan van het EMI vormde ook een weerspiegeling van de stand van de monetaire integratie binnen de Gemeenschap. Het EMI was niet verantwoordelijk voor de monetaire-beleidsvoering binnen de Europese Unie – dit bleef de verantwoordelijkheid van de nationale autoriteiten – en was ook niet belast met de uitvoering van valutamarktinterventies.

De twee hoofdtaken van het EMI waren:

- (i) het versterken van de samenwerking tussen de centrale banken en van de monetaire-beleidscoördinatie;
- (ii) het treffen van de vereiste voorbereidingen voor de oprichting van het Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB), voor het voeren van het gemeenschappelijke monetaire beleid en voor de invoering van een gemeenschappelijke munt in de derde fase.

Daartoe werd door het EMI een forum verschaft voor overleg en voor de uitwisseling van zienswijzen en informatie met betrekking tot beleidsaangelegenheden en werd het regelgevende, organisatorische en logistieke kader uitgewerkt voor de vervulling van de taken van het ESCB in de derde fase.

In december 1995 besloot de Europese Raad de bij de aanvang van de derde fase in te voeren Europese munt “euro” te noemen en bevestigde de Raad dat de derde fase van de EMU op 1 januari 1999 zou beginnen. Voor de overgang op de euro werd een chronologie van maatregelen aangekondigd. Dit scenario was in hoofdzaak gebaseerd op door het EMI uitgewerkte voorstellen. Tezelfdertijd werd aan het EMI de taak toegekend voorbereidende werkzaamheden uit te voeren met betrekking tot de toekomstige monetaire verhoudingen en wisselkoersverhoudingen tussen het eurogebied en de andere landen van de EU. In december 1996 legde het EMI aan de Europese Raad een rapport voor dat de basis vormde voor de Resolutie van de Europese Raad met betrekking tot de grondslagen en basis-elementen van het nieuwe wisselkoersmechanisme (ERM-II), die in juni 1997 werd vastgesteld.

In december 1996 presenteerde het EMI aan de Europese Raad, en vervolgens aan het publiek, ook de gekozen reeks ontwerpen voor de eurobankbiljetten die op 1 januari 2002 in omloop zouden worden gebracht.

Om de Verdragsbepalingen met betrekking tot de EMU aan te vullen en verder uit te werken, stelde de Europese Raad in juni 1997 het Pact voor Stabiliteit en Groei vast. Van het Pact maken twee Verordeningen deel uit die ertoe moeten

leiden dat begrotingsdiscipline binnen de EMU is gewaarborgd. Het Pact werd aangevuld en de desbetreffende verplichtingen werden verscherpt door middel van een Verklaring van de Raad in mei 1998.

Op 2 mei 1998 besloot de Raad van de Europese Unie – in de samenstelling van de staatshoofden en regeringsleiders – unaniem dat elf lidstaten (België, Duitsland, Spanje, Frankrijk, Ierland, Italië, Luxemburg, Nederland, Oostenrijk, Portugal en Finland) aan de voorwaarden voldeden voor de overgang op de gemeenschappelijke munt op 1 januari 1999. Deze landen zouden derhalve aan de derde fase van de EMU deelnemen. De staatshoofden en regeringsleiders bereikten ook politieke overeenstemming aangaande diegenen die voor benoeming als leden van de Directie van de ECB zouden worden voorgedragen.

Tegelijkertijd kwamen de ministers van financiën van de lidstaten die op de euro zouden overgaan tezamen met de presidenten van de centrale banken van deze lidstaten, de Europese Commissie en het EMI overeen dat de toen geldende bilaterale spilkouersen van de munten van de deelnemende lidstaten zouden worden gebruikt voor de vaststelling van de onherroepelijke conversiekouersen voor de euro.

Op 25 mei 1998 benoemden de regeringen van de elf deelnemende lidstaten de President, de Vice-President en de vier andere leden van de Directie van de ECB. Deze benoemingen gingen op 1 juni 1998 in en daarmee was de ECB opgericht. De ECB en de nationale centrale banken van de deelnemende lidstaten vormen het Eurosysteem, dat het gemeenschappelijke monetaire beleid in de derde fase van de EMU bepaalt.

Met de oprichting van de ECB op 1 juni 1998 had het EMI zijn taken verricht. Conform artikel 123 (ex artikel 109 L) van het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap, werd het EMI bij de oprichting van de ECB opgeheven. Alle aan het EMI toevertrouwde voorbereidende werkzaamheden waren op tijd voltooid en door de ECB werd het resterende deel van 1998 benut om de systemen en procedures nog een laatste maal te beproeven.

Derde fase van de EMU, onherroepelijke koppeling van de wisselkoersen

Op 1 januari 1999 begon de derde en laatste fase van de EMU met de onherroepelijke koppeling van de munten van de elf als eerste aan de Monetaire Unie deelnemende lidstaten en met de tenuitvoerlegging van het gemeenschappelijke monetaire beleid onder de verantwoordelijkheid van de ECB.

Het aantal deelnemende lidstaten is op 1 januari 2001 tot twaalf gestegen, toen Griekenland tot de derde fase van de EMU toetrad. Sindsdien maakt de Bank van Griekenland deel uit van het Eurosysteem. De deelname van Griekenland volgde op een op 19 juni 2000 door de Raad van de EU – in de samenstelling van de staatshoofden en regeringsleiders – genomen besluit dat Griekenland voldeed aan de convergentiecriteria.

LIJST VAN TERMEN

Aandelenmarkt: de markt waar aandelen worden uitgegeven en verhandeld. Aandelen zijn bewijzen van deelneming in het kapitaal van een onderneming. Een van de belangrijkste verschillen tussen aandelen en schuldbewijzen is dat aandelen door de emittent niet worden afgelost.

Aanhoudingsperiode: periode waarover de nakoming van de **reserveverplichtingen** door de **kredietinstellingen** wordt berekend. De aanhoudingsperiode voor de bij het **Eurostysteem** aangehouden reserves is één maand. In 2003 heeft de Raad van Bestuur besloten vanaf maart 2004 de aanhoudingsperiode niet meer te laten beginnen op de 24^e kalenderdag van de maand en te laten eindigen op de 23^e kalenderdag van de volgende maand, maar te laten beginnen op de dag van verrekening van de eerste basis-herfinancieringstransactie na de vergadering van de Raad van Bestuur waarvoor de maandelijkse beoordeling van de monetaire-beleidskoers is geagendeerd en te laten eindigen op de dag voorafgaand aan de overeenkomstige verrekeningsdag de volgende maand.

Activa op de eerste lijst: verhandelbare schuldtitels die voldoen aan uniforme, voor het gehele **eurogebied** geldende, door de **Europese Centrale Bank (ECB)** vastgestelde beleenbaarheidscriteria.

Activa op de tweede lijst: verhandelbare of niet-verhandelbare activa die aan bepaalde, door een nationale centrale bank vastgelegde en door de **Europese Centrale Bank (ECB)** goedgekeurde beleenbaarheidscriteria voldoen.

Algemene Raad: een van de besluitvormende organen van de **Europese Centrale Bank (ECB)**. De Algemene Raad bestaat uit de President en de Vice-President van de ECB en de presidenten van alle nationale centrale banken van de EU.

Alternatieve kosten: maatstaf van de kosten van het aanhouden van activa, afgemeten aan de marge tussen het rendement op alternatieve activa en het eigen rendement.

Arbeidsparticipatie: de beroepsbevolking als percentage van de totale bevolking tussen 15 en 64 jaar. De beroepsbevolking bestaat uit zowel werkenden als niet-werkenden.

Basis-herfinancieringstransactie: een op regelmatige basis door het **Eurostysteem** uitgevoerde **open-markttransactie** in de vorm van een **transactie met wederinkoop**. Basis-herfinancieringstransacties worden uitgevoerd door middel van wekelijkse **standaardtenders**. In 2003 heeft de Raad van Bestuur besloten vanaf maart 2004 de looptijd van deze transacties te bekorten van twee weken naar één week.

Belangrijkste rentetarieven van de ECB: de rentetarieven die de monetaire-beleidskoers van de **Europese Centrale Bank (ECB)** aangeven en die door de

Raad van Bestuur worden vastgesteld. De belangrijkste rentetarieven van de ECB zijn de rente op de **basis-herfinancieringstransacties** (de vaste rente bij **vaste-rentetenders** en de minimale inschrijvingsrente bij **variabele-rentetenders**), de rente op de **marginale beleningsfaciliteit** en de rente op de **depositofaciliteit**.

Buitensporige-tekortprocedure: zie **procedure bij buitensporige tekorten**.

Chartale geldomloop: omvat de in omloop zijnde bankbiljetten en munten die algemeen worden gebruikt voor betalingen. Sinds begin 2002 omvat de chartale geldomloop in het **eurogebied** de door het **Eurosysteem** en andere **monetaire financiële instellingen (MFI's)** uitgegeven bankbiljetten alsmede door de centrale overheden in het eurogebied uitgegeven munten, luidende in hetzij **euro** hetzij de nationale valuta's die in de euro zijn opgegaan, hoewel de euro sinds 1 maart 2002 het enige wettige betaalmiddel in alle eurolanden is. Vanaf 1 januari 2003 worden de bankbiljetten luidende in de valuta's die in de euro zijn opgegaan bij de financiële verslaglegging binnen het **Eurosysteem** alsook voor statistische doeleinden niet meer in de bankbiljettenomloop opgenomen. Voor munten luidende in de valuta's die in de euro zijn opgegaan wordt dezelfde gedragslijn gevolgd. De chartale geldomloop zoals die in **M3** is begrepen betreft een saldogrootheid, wat inhoudt dat daarin slechts die bankbiljetten en munten zijn begrepen die buiten de MFI-sector worden aangehouden (waarbij dus de door de MFI's aangehouden bankbiljetten en munten in mindering zijn gebracht). Ook niet inbegrepen zijn de door de centrale banken aangehouden voorraden eigen bankbiljetten (aangezien die nog niet in omloop zijn gebracht) alsmede herdenkingsmunten aangezien die niet algemeen worden gebruikt voor het verrichten van betalingen.

Convergentiecriteria: de in artikel 121, lid 1, van het **Verdrag** vastgelegde (en in Protocol nr. 21 verder uitgewerkte) criteria op basis waarvan wordt beoordeeld of een land al dan niet op de euro mag overgaan. Deze criteria hebben betrekking op de ontwikkelingen ten aanzien van de **prijsstabiliteit**, de overheidsfinanciën, de wisselkoers en de lange rente. Zij bestrijken tevens de verenigbaarheid van de nationale wetgeving, met inbegrip van de statuten van de centrale bank, met het Verdrag en de Statuten van het **Europees Stelsel van Centrale Banken** en van de **Europese Centrale Bank**.

Deflatie: een daling van het algemene prijspeil, bijvoorbeeld van de consumptieprijsindex.

Deposito's met opzegtermijn: spaartegoeden waarvoor de houder een vastgestelde opzegtermijn in acht moet nemen alvorens de gelden kunnen worden opgenomen. In sommige gevallen is het mogelijk een bepaald vast bedrag binnen een bepaalde periode onmiddellijk op te nemen dan wel vervroegd op te nemen tegen betaling van een boete. Deposito's met een opzegtermijn tot en met drie maanden maken deel uit van **M2** (en dus ook van **M3**), terwijl die met een langere opzegtermijn deel uitmaken van de (niet-monetaire) langerlopende financiële passiva van de MFI-sector.

Deposito's met vaste looptijd: in hoofdzaak termijndeposito's met een bepaalde looptijd waarbij, afhankelijk van de nationale usances, geldt dat bij vervroegde opnemering een boete moet worden betaald. Sommige niet-verhandelbare schuld-bewijzen, zoals niet-overdraagbare depositocertificaten in de "retail"-markt, zijn ook hierin begrepen. Deposito's met een vaste looptijd tot en met twee jaar maken deel uit van **M2** (en dus ook van **M3**), terwijl die met een vaste looptijd van meer dan twee jaar deel uitmaken van de (niet-monetaire) langerlopende financiële passiva van de MFI-sector.

Depositofaciliteit: een **permanente faciliteit** van het **Eurosysteem** die door **tegenpartijen** kan worden benut om bij een nationale centrale bank deposito's met een looptijd tot de volgende ochtend te plaatsen tegen een tevoren vastgestelde rentevoet (zie **belangrijkste rentetarieven van de ECB**).

Derivatenmarkt: de markt voor het uitgeven en verhandelen van financiële contracten waarvan de waarde afhankelijk is van de koersen van onderliggende effecten, rentevoeten, wisselkoersen, marktindices of grondstoffenprijzen. De basis-categorieën derivaten zijn **futures**, **opties**, **swaps** en **rentetermijntransacties**.

Deviezenswap: een contante transactie en een gelijktijdige termijntransactie waarbij een valuta tegen een andere valuta wordt verhandeld. Het **Eurosysteem** kan open-markttransacties uitvoeren in de vorm van deviezenswaps, waarbij door de nationale centrale banken (of de **Europese Centrale Bank (ECB)**) contante aankopen (of verkopen) van **euro** tegen een vreemde valuta worden verricht onder gelijktijdige verkoop (of aankoop) op termijn.

Directe-inflatiestrategie: een monetaire-beleidsstrategie die tot doel heeft **prijsstabiliteit** te handhaven door zich te richten op de verschillen tussen gepubliceerde inflatieprognoses en een bekendgemaakte inflatiedoelstelling.

Directie: een van de besluitvormende organen van de **Europese Centrale Bank (ECB)**. De Directie omvat de President, de Vice-President en vier andere leden, benoemd in onderlinge overeenstemming door de staatshoofden en regeringsleiders van de **lidstaten** die op de **euro** zijn overgegaan.

Ecofin-Raad: zie **Raad van de EU**.

Economisch en Financieel Comité: een communautair overlegorgaan dat bij de aanvang van de **derde fase** van de **Economische en Monetaire Unie (EMU)** is ingesteld. De **lidstaten**, de **Europese Commissie** en de **Europese Centrale Bank (ECB)** benoemen elk ten hoogste twee leden van het Comité. Elke lidstaat benoemt als eerste lid een hooggeplaatste overheidsambtenaar en als tweede lid een hooggeplaatste functionaris van de centrale bank. De van de centrale bank afkomstige leden mogen echter alleen de bijeenkomsten van het Comité bijwonen als daar aangelegenheden worden besproken die betrekking hebben op de specifieke kennis of bevoegdheden van hun instelling. In artikel 114, lid 2, van het **Verdrag** wordt een opsomming gegeven van de taken van het Economisch en Financieel Comité.

Economische en Monetaire Unie (EMU): het **Verdrag** omschrijft het proces ter verwezenlijking van economische en monetaire unie binnen de Europese Unie als bestaande uit drie fasen. De eerste fase van de EMU begon in juli 1990 en eindigde op 31 december 1993, en was in hoofdzaak gekenmerkt door de afschaffing van alle interne belemmeringen voor het vrije kapitaalverkeer binnen de Europese Unie. 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 financiering van de overheidssector door de centrale bank, in een verbod op bevoorrechte toegang van de overheidssector tot financiële instellingen, en in het voorkomen van buitensporige overheidstekorten. De derde fase is op 1 januari 1999 begonnen met de overdracht van de monetaire bevoegdheden aan de **Europese Centrale Bank (ECB)** en de invoering van de **euro**.

Ecu (European currency unit): voorafgaande aan de **derde fase** van de EMU bestond de ecu uit een valutamand van twaalf van de vijftien valuta's van de **lidstaten** van de EU. De waarde van de ecu werd berekend als gewogen gemiddelde van de waarde van de samenstellende valuta's. De ecu is op 1 januari 1999 één op één door de **euro** vervangen.

Eerste fase, tweede fase, derde fase: zie **Economische en Monetaire Unie (EMU)**.

Effectieve (nominale/reële) wisselkoersen: nominaal-effectieve wisselkoersen zijn een (meetkundig) gewogen gemiddelde van diverse bilaterale wisselkoersen. Reëel-effectieve wisselkoersen zijn nominaal-effectieve wisselkoersen, gedefleerd met een gewogen gemiddelde van de buitenlandse ten opzichte van de binnenlandse prijzen of kosten. Zij vormen derhalve maatstaven van de concurrentiepositie in termen van prijzen en kosten. De **Europese Centrale Bank (ECB)** berekent nominaal-effectieve wisselkoersindices voor de **euro** ten opzichte van twee groepen handelspartners van het **eurogebied**. Sinds januari 2001 bestaat de beperkte groep handelspartners uit twaalf industrielanden en nieuwe industrielanden, en de grote groep uit 38 handelspartners. De reëel-effectieve wisselkoersindices voor de **euro** worden berekend op basis van verschillende maatstaven van prijzen en kosten.

EONIA (euro overnight index average): een maatstaf van de effectieve rente op de interbancaire eurodaggeldmarkt. De EONIA wordt berekend als gewogen gemiddelde van de rente op in euro luidend blanco geldmarktkrediet, zoals meegedeeld door een groep deelnemende banken.

ERM (exchange rate mechanism): in het kader van het wisselkoers- en interventiemechanisme van het **Europees Monetair Stelsel** werden de wisselkoersen van de deelnemende valuta's vastgesteld als spilkoersen ten opzichte van de **ecu**. Op basis van deze spilkoersen werd een pariteitenrooster tussen de deelnemende valuta's vastgesteld. De wisselkoersen mochten binnen bepaalde marges rond de bilaterale spilkoersen schommelen. De spilkoersen konden worden aangepast in onderlinge overeenstemming tussen alle aan het ERM deel-

nemende landen. Het ERM is bij de aanvang van de **derde fase** van de **Economische en Monetaire Unie (EMU)** opgeheven toen het **ERM-II** werd opgericht.

ERM-II (exchange rate mechanism II): het wisselkoersarrangement dat het kader vormt voor de samenwerking op het terrein van het wisselkoersbeleid tussen het **eurogebied** en die **lidstaten** van de EU die niet vanaf de aanvang van de **derde fase** van de **Economische en Monetaire Unie (EMU)** deel uitmaken van het eurogebied. Het lidmaatschap van het ERM-II is vrijwillig. Desalniettemin wordt van lidstaten met een derogatie verwacht dat zij aan het wisselkoersarrangement deelnemen. Interventies op de valutamarkt en financiering op de uiterste grenzen van de fluctuatiemarges zijn in beginsel automatisch en ongelimiteerd, waarbij financiering op zeer korte termijn beschikbaar is. De **Europese Centrale Bank (ECB)** en de deelnemende nationale centrale banken buiten het eurogebied kunnen de automatische interventie echter opschorten indien deze strijdig zou zijn met de hoofddoelstelling, te weten het handhaven van **prijstabiliteit**.

EURIBOR (euro interbank offered rate): de rente waartegen een eersteklas bank bereid is krediet in **euro** te verlenen aan een andere eersteklas bank. De EURIBOR wordt dagelijks berekend voor interbancaire deposito's met een looptijd van één week en een looptijd van één tot twaalf maanden als het gemiddelde van de dagelijks door een representatieve groep grote banken genoteerde rentevoeten, en wordt afgerond op drie decimalen.

Euro: de naam van de Europese munteenheid zoals door de **Europese Raad** in Madrid op 15 en 16 december 1995 vastgesteld.

Eurogebied: het gebied dat die **lidstaten** omvat waar de **euro** conform het **Verdrag** als gemeenschappelijke munt is ingevoerd en waar, onder de verantwoordelijkheid van de **Raad van Bestuur** van de **Europese Centrale Bank (ECB)**, een gemeenschappelijk monetair beleid wordt gevoerd. In 2003 bestond het eurogebied uit België, Duitsland, Griekenland, Spanje, Frankrijk, Ierland, Italië, Luxemburg, Nederland, Oostenrijk, Portugal en Finland.

Europees Monetair Instituut (EMI): een bij de aanvang van de tweede fase van de **Economische en Monetaire Unie (EMU)** op 1 januari 1994 opgerichte tijdelijke instelling. De twee voornaamste taken van het EMI bestonden eruit de samenwerking tussen de centrale banken en de coördinatie van het monetaire beleid te versterken en de oprichting van het **Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB)** voor te bereiden met het oog op het in de **derde fase** te voeren gemeenschappelijke monetaire beleid en de in te voeren gemeenschappelijke munt. Op 1 juni 1998, na de oprichting van de **Europese Centrale Bank (ECB)**, is het EMI in liquidatie gegaan.

Europees Monetair Stelsel (EMS): het in 1979 krachtens de Verordening van de **Europese Raad** van 5 december 1978 ingestelde wisselkoersarrangement. De operationele procedures werden vastgelegd in de overeenkomst van 13 maart

1979 tussen de centrale banken van de lidstaten van de Europese Economische Gemeenschap (EEG). Het EMS had tot doel een nauwere samenwerking tussen de lidstaten van de Gemeenschap tot stand te brengen op het terrein van het monetaire beleid, waardoor een zone van monetaire stabiliteit in Europa moest ontstaan. De belangrijkste onderdelen van het EMS waren de **ecu**, het wisselkoers- en interventiemechanisme (**ERM**) en diverse kredietmechanismen. Het ERM is bij de aanvang van de **derde fase** van de **Economische en Monetaire Unie (EMU)**, toen het **ERM-II** werd ingevoerd, opgeheven.

Europees Parlement: bestaat uit 626 vertegenwoordigers van de burgers van de **lidstaten**. Het Parlement maakt deel uit van het proces van wetgeving, maar met verschillende bevoegdheden, afhankelijk van de procedures volgens welke EU-wetgeving wordt vastgesteld. In het kader van de **Economische en Monetaire Unie (EMU)** heeft het Parlement vooral adviserende bevoegdheden. Het **Verdrag** voorziet in bepaalde procedures voor de democratische verantwoording van de **Europese Centrale Bank (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 **Europese Centrale Bank (ECB)** en de nationale centrale banken van alle **lidstaten** van de EU, zodat het, naast de leden van het **Eurosysteem**, ook de nationale centrale banken omvat van die lidstaten die nog niet op de **euro** zijn overgegaan.

Europees Systeem van Rekeningen 1995 (ESR 95): een stelsel van uniforme statistische definities en rubriceringen dat ertoe strekt een geharmoniseerde kwantitatieve beschrijving te geven van de economieën van de **lidstaten** van de EU. Het ESR 95 is de communautaire versie van het mondiale System of National Accounts 1993 (SNA 93). Het ESR 95 is een nieuwe versie van het Europese systeem, waarvan de tenuitvoerlegging in de loop van 1999 conform Verordening (EG) nr. 2223/96 van de Raad is begonnen.

Europese Centrale Bank (ECB): de ECB vormt de kern van het **Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB)** en het **Eurosysteem** en bezit rechtspersoonlijkheid ingevolge de communautaire wetgeving. De ECB ziet erop toe dat de aan het Eurosysteem en het ESCB toevertrouwde taken worden uitgevoerd, hetzij door eigen werkzaamheden hetzij door de werkzaamheden van de nationale centrale banken, conform de Statuten van het Europees Stelsel van Centrale Banken en van de Europese Centrale Bank.

Europese Commissie: instelling van de Europese Gemeenschap belast met de toepassing van de bepalingen van het **Verdrag**. De Commissie ontwikkelt het beleid van de Gemeenschap, stelt communautaire wetgeving voor en oefent op bepaalde terreinen bevoegdheden uit. Op het terrein van het economische beleid stelt de Commissie globale richtsnoeren voor het economische beleid in de Gemeenschap voor en brengt verslag uit aan de **Raad van de EU** omtrent de economische ontwikkelingen en het economische beleid. De Commissie ziet toe op de overheidsfinanciën in het kader van het multilaterale toezicht en brengt verslag uit aan de Raad.

Europese Raad: voorziet de Europese Unie van de nodige ontwikkelingsstimulansen en stelt de algemene politieke uitgangspunten daarvan vast. De Raad is samengesteld uit de staatshoofden en regeringsleiders van de **lidstaten** en de voorzitter van de **Europese Commissie** (zie ook **Raad van de EU**).

Eurostat: het bureau voor de statistiek van de Europese Gemeenschappen. Eurostat maakt deel uit van de **Europese Commissie** en is verantwoordelijk voor de productie van communautaire statistieken.

Eurostelsel: het stelsel van centrale banken van het **eurogebied**. Het omvat de **Europese Centrale Bank (ECB)** en de nationale centrale banken van de **lidstaten** die in de **derde fase** van de **Economische en Monetaire Unie (EMU)** op de **euro** zijn overgegaan (zie ook **eurogebied**). In 2003 omvatte het Eurostelsel twaalf nationale centrale banken.

Financiële markten: de markten waar partijen met een overschot aan middelen geld lenen aan partijen met een tekort aan middelen.

“Fine-tuning”-transactie: een door het **Eurostelsel** op niet-regelmatige basis uitgevoerde **open-markttransactie** die hoofdzakelijk dient om onverwachte schommelingen in de liquiditeitsverhoudingen in de markt op te vangen.

Future: een contract voor het aan- of verkopen van effecten of grondstoffen tegen een tevoren afgesproken prijs op een bepaalde datum in de toekomst.

Geconsolideerde balans van de MFI-sector: wordt verkregen door op de geaggregeerde balans van de MFI-sector de posities tussen MFI's onderling (zoals leningen en deposito's) te salderen. De geconsolideerde balans van de MFI-sector verschaft statistische informatie over de activa en passiva van de MFI-sector ten opzichte van de niet tot die sector behorende ingezetenen van het **eurogebied** (d.w.z. de **overheid** en de andere ingezetenen van het eurogebied) en niet-ingezetenen van het eurogebied. Deze geconsolideerde balans vormt de belangrijkste statistische bron voor de berekening van de **monetaire aggregaten** en vormt tevens de basis voor de regelmatige analyse van de tegenposten van **M3**.

Geharmoniseerde consumptieprijsindex (HICP): index van de consumptieprijsen die in de verschillende landen is geharmoniseerd.

Geldhoeveelheidsbeleid: een monetaire-beleidsstrategie die tot doel heeft **prijstabiliteit** te handhaven door zich te richten op de verschillen tussen de groei van de geldhoeveelheid en een tevoren aangekondigde doelstelling,

Geldmarkt: de markt voor het aantrekken, beleggen en verhandelen van kortlopende gelden door middel van instrumenten met in het algemeen een oorspronkelijke looptijd tot en met één jaar.

Geldmarktfonds: een instelling voor collectieve belegging die in hoofdzaak belegt in geldmarktinstrumenten en/of andere verhandelbare schuldbewijzen met een resterende looptijd tot en met één jaar, en/of die een rendement nastreeft dat de rente op geldmarktinstrumenten benadert.

Geldvraag: een belangrijk economisch verband dat de vraag naar geld door niet-monetaire financiële instellingen (MFI's) weergeeft. De vraag naar geld wordt vaak uitgedrukt als een functie van de prijzen en de economische bedrijvigheid, als benadering van het transactieniveau binnen de economie, en bepaalde rentev variabelen, die dienen als maatstaf van de **alternatieve kosten** van het aanhouden van geld.

Girale deposito's: deposito's met een looptijd tot de volgende dag. Dit instrument bestaat voornamelijk uit direct opvraagbare deposito's die volledig overdraagbaar zijn (via cheques en dergelijke). Omvat tevens niet-overdraagbare deposito's die onmiddellijk of aan het einde van de volgende werkdag in geld kunnen worden omgezet. Girale deposito's maken deel uit van **M1** (en dus ook van **M2** en **M3**).

Globale richtsnoeren voor het economische beleid: worden door de **Raad van de EU** vastgesteld als kader voor het bepalen van de doelstellingen en de koers van het economische beleid van de **lidstaten** en de Europese Gemeenschap.

Huishoudens: een van de institutionele sectoren in het **Europees Stelsel van Rekeningen 1995 (ESR 95)**. De sector huishoudens omvat individuen of groepen individuen als consumenten, maar mogelijk ook als ondernemers (als eigenaren van ondernemingen zonder rechtspersoonlijkheid). Instellingen zonder winstoogmerk ten behoeve van huishoudens vormen volgens het ESR 95 een aparte sector, maar worden vaak bij de huishoudens opgenomen.

Inflatie: een stijging van het algemene prijsniveau, bijvoorbeeld van de consumptieprijsindex.

Inflatierisicopremie: een vergoeding voor beleggers voor de risico's verbonden aan het aanhouden van (nominale) activa op de langere termijn.

Kredietinstelling: een instelling als omschreven in artikel 1, lid 1, van 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, zoals gewijzigd bij Richtlijn 2000/28/EG van het Europees Parlement en de Raad van 18 september 2000. Een kredietinstelling is derhalve (i) een onderneming waarvan de werkzaamheden bestaan in het van het publiek in ontvangst nemen van deposito's of van andere terugbetaalbare gelden en het verlenen van kredieten voor eigen rekening, of (ii) een onderneming, of enige andere rechtspersoon, anders dan die onder (i) die betaalmiddelen in de vorm van "elektronisch geld" uitgeeft. (Elektronisch geld is een monetaire waarde vertegenwoordigd door een vordering op de uitgevende instelling, welke (a) is opge-

slagen op een elektronische drager, (b) is uitgegeven in ruil voor ontvangen geld dat ten minste dezelfde waarde vertegenwoordigt als de uitgegeven monetaire waarde, en (c) als betaalmiddel wordt aanvaard door andere ondernemingen dan de uitgever.)

Kredietverlening aan ingezetenen van het eurogebied: een globale maatstaf van de financiering van de niet tot de sector **monetaire financiële instellingen (MFI's)** behorende ingezetenen van het eurogebied (waaronder de **overheid** en de particuliere sector) door de MFI-sector. Deze kredietverlening wordt gedefinieerd als **leningen van MFI's aan ingezetenen van het eurogebied** en door MFI's aangehouden effecten uitgegeven door ingezetenen van het **eurogebied**. Deze laatste omvatten aandelen, deelnemingen en **schuldbewijzen**. Aangezien effecten bij de financiering kunnen worden gezien als een alternatief voor leningen en aangezien sommige leningen kunnen worden geëffectiseerd, wordt op basis van deze definitie nauwkeuriger informatie verkregen over het totale bedrag aan financiering dat door de MFI-sector aan de economie wordt verschaft dan op basis van een beperkter definitie die alleen leningen omvat.

Langerlopende herfinancieringstransactie: een op regelmatige basis door het **Eurosysteem** uitgevoerde **open-markttransactie** in de vorm van een **transactie met wederinkoop**. Langerlopende herfinancieringstransacties worden uitgevoerd door middel van maandelijks **standaardtenders** en hebben normaliter een looptijd van drie maanden.

Leningen aan ingezetenen van het eurogebied: door **monetaire financiële instellingen (MFI's)** aan geldnemers verstrekt krediet dat niet is belichaamd in verhandelbare stukken. Omvat leningen aan huishoudens, niet-financiële vennootschappen en de overheid. Leningen aan huishoudens omvatten consumptief krediet (leningen ten behoeve van het persoonlijke verbruik van goederen en diensten), woninghypotheken (leningen ten behoeve van investeringen in woningen, waaronder mede begrepen bouwwerkzaamheden en woningverbetering) en overige leningen (ten behoeve van schuldsolidatie, onderwijs, e.d.) (zie ook **kredietverlening aan ingezetenen van het eurogebied**).

Lidstaat: een aan de Europese Unie deelnemend land.

M1, M2, M3: zie **monetaire aggregaten**.

Marginale beleningsfaciliteit: een **permanente faciliteit** van het **Eurosysteem** die door **tegenpartijen** kan worden benut voor het verkrijgen van een nationale centrale bank van krediet tot de volgende ochtend tegen een tevoren vastgestelde rentevoet op onderpand van beleenbare activa (zie **belangrijkste rentetarieven van de ECB**).

Minimale inschrijvingsrente: de minimale rente waartegen **tegenpartijen** mogen inschrijven bij **variabele-rentetenders** (zie **belangrijkste rentetarieven van de ECB**).

Monetaire aggregaten: de **chartale geldomloop** plus de uitstaande bedragen van een aantal passiva van **monetaire financiële instellingen (MFI's)** die worden gekenmerkt door een betrekkelijk hoge liquiditeitsgraad en worden aangehouden door niet tot de MFI-sector behorende ingezetenen van het eurogebied met uitzondering van de centrale overheid. Het enge monetaire aggregaat **M1** bestaat uit de chartale geldomloop plus **girale deposito's**. Het monetaire aggregaat **M2** omvat M1 plus **deposito's met een vaste looptijd** tot en met twee jaar en **deposito's met een opzegtermijn** tot en met drie maanden. Het ruime monetaire aggregaat **M3** bestaat uit M2 plus **repo's, aandelen/participaties in geldmarktfondsen** alsmede **schuldbewijzen** met een looptijd tot en met twee jaar. De **Raad van Bestuur** heeft een referentiewaarde aangekondigd voor de groei van M3 (zie ook **referentiewaarde voor de monetaire expansie**).

Monetaire basis: bestaat uit de chartale geldomloop (bankbiljetten en munten), de door tegenpartijen bij het **Eurostelsel** aangehouden reserves en het beroep op de depositofaciliteit van het Eurostelsel. Deze posten vormen passiva op de balans van het Eurostelsel. De reserves kunnen verder worden onderverdeeld in verplichte reserves en overreserves. Binnen het stelsel van reserveverplichtingen van het Eurostelsel moeten tegenpartijen reserves aanhouden bij de nationale centrale banken. Naast deze verplichte reserves, houden kredietinstellingen meestal ook nog een gering bedrag aan vrijwillige overreserves aan bij het Eurostelsel.

Monetaire financiële instellingen (MFI's): financiële instellingen die de gelduitgevende sector van het **eurogebied** vormen. Deze omvatten het **Eurostelsel**, de ingezeten **kredietinstellingen** (zoals gedefinieerd in de communautaire wetgeving) en alle andere ingezeten financiële instellingen die er hun bedrijf van maken deposito's en/of nauwe substituten van deposito's aan te trekken van andere entiteiten dan MFI's en die voor eigen rekening (ten minste in economische zin) krediet verstrekken en/of beleggen in effecten. De laatste groep bestaat hoofdzakelijk uit **geldmarktfondsen**.

Monetaire-beleidsstrategie: de algemene benadering die aan de monetaire-beleidsvoering ten grondslag ligt. De monetaire-beleidsstrategie van de ECB omvat een kwantitatieve definitie van de primaire doelstelling van prijsstabiliteit en een analytisch kader op basis van twee pijlers – economische analyse en monetaire analyse – die ten grondslag liggen aan de algehele beoordeling door de **Raad van Bestuur** van de risico's voor de **prijsstabiliteit** en aan de te nemen monetaire-beleidsbesluiten. De monetaire-beleidsstrategie vormt tevens de basis voor de uitleg van de beleidsbesluiten aan de burgers.

Monetaire-beleidstransmissie: het proces waardoor monetaire-beleidsbesluiten doorwerken in de economie in het algemeen en het prijsniveau in het bijzonder.

Neutraliteit van geld: het economische grondbeginsel dat veranderingen in de geldhoeveelheid op de lange termijn slechts nominale en geen reële grootheden kunnen beïnvloeden. Wijzigingen in de geldhoeveelheid zijn derhalve op

de lange termijn niet van invloed op grootheden als de reële productie, de werkloosheid of de reële rente.

Niet-financiële vennootschappen: een van de institutionele sectoren in het **Europees Stelsel van Rekeningen 1995 (ESR 95)**. Deze sector bestaat uit institutionele eenheden waarvan de distributieve en financiële transacties verschillend zijn van die van hun eigenaren. Niet-financiële vennootschappen omvatten alle als juridisch onafhankelijke entiteiten erkende lichamen die marktproducenten zijn en zich voornamelijk bezighouden met de productie van goederen en niet-financiële diensten.

Nominaal-effectieve wisselkoersen: zie **effectieve (nominale/reële) wisselkoersen**.

Obligatiemarkt: de markt waar langerlopende **schuldbewijzen** worden uitgegeven en verhandeld.

Onafhankelijkheid van de centrale bank: de wettelijke waarborg dat de centrale bank haar taken en plichten zonder politieke bemoeienis kan uitvoeren. Het beginsel van onafhankelijkheid van de centrale bank in het eurogebied is vastgelegd in artikel 108 van het **Verdrag**.

Onderpand: activa verpand als waarborg voor de aflossing van leningen (zoals door **kredietinstellingen** bij de centrale bank opgenomen leningen), alsmede in het kader van **repo's** verkochte activa (zoals door kredietinstellingen aan de centrale bank verkochte activa).

Openheid: de mate waarin een economie afhankelijk is van handel met andere landen of regio's, zoals bijvoorbeeld uitgedrukt als de som van de totale in- en uitvoer als percentage van het bbp.

Open-markttransactie: een op initiatief van de centrale bank op de financiële markten uitgevoerde transactie. Met betrekking tot doel, frequentie en procedure kunnen de open-markttransacties van het **Eurostelsel** worden verdeeld in vier categorieën: **basis-herfinancieringstransacties**, **langerlopende herfinancieringstransacties**, **“fine-tuning”-transacties** en **structurele transacties**. Zij worden benut voor: (i) rechtstreekse aan- of verkopen van activa (contant of op termijn); (ii) aan- of verkopen van activa krachtens een **repo-overeenkomst**; (iii) leningen op **onderpand** van beleenbare activa; (iv) de uitgifte van schuldbewijzen door de centrale bank; (v) het aantrekken van termijndeposito's, of (vi) **deviezenswaps** met binnenlandse en vreemde valuta's.

Optie: een financieel instrument dat de eigenaar het recht geeft, maar niet de verplichting, een bepaald onderliggende activum (zoals een obligatie of een aandeel) tegen een vooraf vastgestelde prijs (de uitoefenprijs) op of vóór een zekere toekomstige datum (de uitoefendatum) te kopen of te verkopen. Een calloptie geeft de houder het recht het onderliggende activum tegen een overeengekomen uitoefenprijs te kopen, terwijl een putoptie de houder het

recht geeft het onderliggende activum tegen een afgesproken uitoefenprijs te verkopen.

Output gap: het verschil tussen de werkelijke en de potentiële productie binnen een economie, uitgedrukt als percentage van de potentiële productie. De potentiële productie is het productieniveau dat kan worden bereikt bij een niet-inflatoir niveau van benutting van de productiefactoren.

Overheid: bestaat uit de centrale overheid, de deelstaatoverheid, de lagere overheid en de sociale-verzekeringsinstellingen, zoals gedefinieerd in het **Europees Stelsel van Rekeningen 1995 (ESR 95)**.

Pact voor Stabiliteit en Groei: bestaat uit twee Verordeningen van de **Raad van de EU**, één over versterking van het toezicht op begrotingssituaties en het toezicht op en de coördinatie van het economisch beleid, en een andere over de bespoediging en verduidelijking van de tenuitvoerlegging van de **procedure bij buitensporige tekorten**, alsook een op de Top van Amsterdam op 17 juni 1997 aangenomen Resolutie van de **Europese Raad** betreffende het Pact voor Stabiliteit en Groei. Een begrotingspositie nabij evenwicht of in overschot is voor de **lidstaten** vereist als doelstelling op de middellange termijn, om hen in staat te stellen de normale conjunctuurschommelingen op te vangen zonder dat het overheidstekort de **referentiewaarde** van 3% overschrijdt. Overeenkomstig het Pact voor Stabiliteit en Groei dienen landen die aan de EMU deelnemen **stabiliteitsprogramma's** in te dienen, terwijl niet-deelnemende landen convergentieprogramma's blijven indienen.

Pensioenfondsen: door niet-financiële vennootschappen getroffen voorziening of vergelijkbaar fonds voor de betaling van de pensioenen van werknemers.

Permanente faciliteit: een faciliteit van de centrale bank waarvan **tegenpartijen** op eigen initiatief gebruik kunnen maken. Het **Eurosysteem** biedt twee permanente faciliteiten aan met een looptijd tot de volgende ochtend, te weten de **marginale beleningsfaciliteit** en de **depositofaciliteit**.

Prijsstabiliteit: het handhaven van prijsstabiliteit is de primaire doelstelling van het **Eurosysteem**. In oktober 1998 heeft de **Raad van Bestuur** een kwantitatieve definitie van prijsstabiliteit bekendgemaakt om een leidraad te bieden voor de verwachtingen ten aanzien van de prijsontwikkelingen en om verantwoording te kunnen afleggen. De Raad van Bestuur heeft prijsstabiliteit gedefinieerd als een jaarlijkse stijging van de **geharmoniseerde consumptieprijsindex (HICP)** voor het **eurogebied** van minder dan 2%. In mei 2003 heeft de Raad van Bestuur nader uiteengezet dat bij het streven naar prijsstabiliteit wordt getracht de inflatie op de middellange termijn lager dan maar dicht bij 2% te houden.

Procedure bij buitensporige tekorten: in de in artikel 104 van het **Verdrag** opgenomen bepaling, zoals nader uitgewerkt in Protocol nr. 20 betreffende de procedure bij buitensporige tekorten, worden de **lidstaten** van de EU verplicht

begrotingsdiscipline te handhaven, worden de criteria vastgelegd volgens welke een begrotingspositie wordt geacht een buitensporig tekort te vertegenwoordigen en worden de stappen omschreven die moeten worden gezet nadat is geconstateerd dat aan de eisen ten aanzien van het begrotingssaldo of de overheids-schuld niet is voldaan. Dit is aangevuld met een Verordening van de **Raad van de EU** over de bespoediging en verduidelijking van de tenuitvoerlegging van de procedure bij buitensporige tekorten, die onderdeel vormt van het **Pact voor Stabiliteit en Groei**.

Projecties van stafleden van het Eurosysteem: de door stafleden van het **Eurosysteem** samengestelde projecties met betrekking tot mogelijke toekomstige macro-economische ontwikkelingen in het **eurogebied** als onderdeel van de economische analyse.

Raad van Bestuur: het hoogste besluitvormende orgaan van de **Europese Centrale Bank (ECB)**. De Raad van Bestuur bestaat uit alle leden van de **Directie** van de ECB en de presidenten van de nationale centrale banken van de landen die op de **euro** zijn overgegaan.

Raad van de EU: een instelling van de Europese Gemeenschap. De Raad bestaat uit vertegenwoordigers van de regeringen van de **lidstaten**, gewoonlijk de ministers die bevoegd zijn voor de behandelde onderwerpen (derhalve staat de Raad ook bekend als de Raad van Ministers). Wanneer de Raad van de EU bijeenkomt in de samenstelling van de ministers van financiën en economische zaken wordt gewoonlijk gesproken van de **Ecofin-Raad**. De Raad van de EU kan ook bijeenkomen in de samenstelling van de staatshoofden en regeringsleiders (zie ook **Europese Raad**).

Raad: zie **Raad van de EU**.

Rechtstreekse aan- of verkopen van waardepapieren: een transactie waarbij activa rechtstreeks in de markt worden gekocht of verkocht (contant of op termijn).

Reëel-effectieve wisselkoersen: zie **effectieve (nominale/reële) wisselkoersen**.

Referentiewaarde voor de begrotingspositie: in het in het **Verdrag** opgenomen Protocol nr. 20 betreffende de **procedure bij buitensporige tekorten** zijn expliciete referentiewaarden vastgelegd voor de **tekortquote** (3% bbp) en de **schuldquote** (60% bbp) van de **overheid** (zie ook **Pact voor Stabiliteit en Groei**).

Referentiewaarde voor de monetaire expansie: om de monetaire ontwikkelingen te kunnen beoordelen heeft de **Raad van Bestuur** een referentiewaarde voor het ruime monetaire aggregaat **M3** bekendgemaakt. De referentiewaarde betreft het groeitempo van M3 dat verenigbaar wordt geacht met prijsstabiliteit op de middellange termijn. De referentiewaarde is afgeleid op een wijze die

verenigbaar is met en bevorderlijk voor de realisatie van **prijstabiliteit**, zoals door de **Raad van Bestuur** gedefinieerd, en berust op aannames voor de middellange termijn inzake de trendmatige groei van het reële bbp en de trendmatige omloopsnelheid van M3. Aanzienlijke of langdurige afwijkingen van de groei van M3 ten opzichte van de referentiewaarde duiden onder normale omstandigheden op risico's voor de prijsstabiliteit op de middellange termijn. Met het monetaire beleid wordt echter niet mechanisch gereageerd op afwijkingen van de groei van M3 ten opzichte van de referentiewaarde.

Rentetermijncontract: een overeenkomst waarbij de ene partij zich ertoe verplicht de andere partij een bepaald rentetarief te vergoeden op een bepaalde hoofdsom gedurende een specifieke, in de toekomst ingaande periode.

Repo-overeenkomst: een overeenkomst om een activum te verkopen en weer tegen een vastgestelde prijs op een vastgestelde datum in de toekomst of op verzoek terug te kopen. Een dergelijke overeenkomst is vergelijkbaar met het opnemen van krediet tegen onderpand, behalve dat de eigendom van de effecten niet door de verkoper wordt behouden. Repo-transacties worden in M3 opgenomen als de verkoper een **monetaire financiële instelling (MFI)** is en de **tegenpartij** een niet tot de MFI-sector behorende ingezetene van het **eurogebied**.

Repotransactie (repo): een liquiditeitsverruimende **transactie met wederinkoop** op basis van een **repo-overeenkomst**.

Reserve-aanhoudingsperiode: zie **aanhoudingsperiode**.

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**.

Reserveverplichtingen: het minimale bedrag aan reserves dat een **kredietinstelling** bij de centrale bank moet aanhouden. In het stelsel van reserveverplichtingen van het **Eurostelsel** worden de reserveverplichtingen van een **kredietinstelling** berekend door de **reserveratio** voor elke categorie in de **reservebasis** opgenomen posten te vermenigvuldigen met het bedrag van die posten op de balans van de instelling. Het is instellingen toegestaan een vaste aftrek in mindering te brengen op hun reserveverplichtingen.

Schuldbewijzen: een toezegging van de emittent (debiteur) om een of meer betalingen te verrichten aan de houder (crediteur) op een of meer in de toekomst gelegen data. Het door de houder uit de schuldbewijzen ontvangen inkomen bestaat derhalve uit de ontvangen couponbetalingen tezamen met het verschil tussen de aankoopprijs van de obligatie en de marktwaarde ervan bij verkoop of aflossing. Schuldbewijzen zijn verhandelbaar en kunnen op secundaire markt-

ten worden verhandeld, maar zij geven de houder geen eigendomsrechten met betrekking tot de uitgevende eenheid. Geldmarktpapier alsmede, in beginsel, onderhandse plaatsingen zijn begrepen in de statistieken omtrent schuldbewijzen van de **Europese Centrale Bank (ECB)**.

Schuldquote: het onderwerp van een van de begrotingscriteria bij de vaststelling van een buitensporig tekort, zoals vastgelegd in artikel 104, lid 2, van het **Verdrag**. De schuldquote wordt gedefinieerd als de verhouding tussen de overheidsschuld en het bruto binnenlands product tegen lopende marktprijzen, terwijl de overheidsschuld in Protocol nr. 20 (betreffende de **procedure bij buitensporige tekorten**) wordt gedefinieerd als de totale aan het eind van het jaar uitstaande bruto schuld tegen nominale waarde, geconsolideerd tussen en binnen de sectoren van de **overheid**.

Stabiliteitsprogramma's: door de landen van het **eurogebied** ingediende overheidsplannen, met aannames, voor de middellange termijn met betrekking tot de ontwikkeling van de belangrijkste economische grootheden, ten behoeve van de realisatie van de doelstelling voor de middellange termijn van een begrotingspositie nabij evenwicht of in overschot, zoals bedoeld in het **Pact voor Stabiliteit en Groei**. In deze programma's worden maatregelen opgenomen voor de consolidatie van het begrotingssaldo alsmede de achterliggende economische scenario's. De stabiliteitsprogramma's moeten jaarlijks worden geactualiseerd. Zij worden beoordeeld door de **Europese Commissie** en het **Economisch en Financieel Comité**. De rapporten van de Commissie en van het Comité dienen als basis voor de beoordeling door de **Ecofin-Raad**, waarbij met name wordt bezien of de in het programma opgenomen begrotingsdoelstelling voor de middellange termijn overeenkomt met een begrotingspositie van nabij evenwicht of in overschot, zodat een voldoende veiligheidsmarge wordt gecreëerd om een buitensporig tekort te voorkomen. Krachtens het **Pact voor Stabiliteit en Groei** moeten landen die nog niet op de **euro** zijn overgegaan jaarlijks een convergentieprogramma indienen.

Standaardtender: een tenderprocedure die door het **Eurosysteem** wordt gebruikt bij de op regelmatige basis uitgevoerde **open-markttransacties**. Standaardtenders worden uitgevoerd in een tijdsbestek van 24 uur. Alle **tegenpartijen** die aan de algemeen geldende voorwaarden voldoen mogen inschrijven op standaardtenders.

Structurele transactie: een door het **Eurosysteem** uitgevoerde **open-markttransactie**, in hoofdzaak om de structurele liquiditeitspositie van de financiële sector ten opzichte van het **Eurosysteem** te beïnvloeden.

Swap: overeenkomst voor het uitwisselen van toekomstige kasstromen volgens een tevoren afgesproken formule (zie **deviezenswap**).

TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer): betalingssysteem bestaande uit één "real-time" bruto-vereveningssysteem in elk van de 15 **lidstaten** van de EU en het ECB-betalingsmechanisme.

De nationale systemen en het ECB-betalingsmechanisme zijn onderling verbonden via gemeenschappelijke procedures (“koppeling”) om in de gehele EU de uitwisseling van grensoverschrijdende betalingen van het ene systeem naar het andere mogelijk te maken.

Tegenpartij: de andere partij bij een financiële transactie (zoals een partij die een transactie met de centrale bank aangaat).

Tekortquote: het onderwerp van een van de begrotingscriteria bij de vaststelling van een buitensporig tekort, zoals vastgelegd in artikel 104, lid 2, van het **Verdrag**. De tekortquote wordt gedefinieerd als de verhouding tussen het voorziene of feitelijke overheidstekort en het bruto binnenlands product tegen lopende marktprijzen. Het overheidstekort wordt in Protocol nr. 20 (betreffende de **procedure bij buitensporige tekorten**) gedefinieerd als het netto financieringsstekort van de **overheid**.

Transactie met wederinkoop: een transactie waarbij de centrale bank activa koopt of verkoopt krachtens een **repo-overeenkomst** of krediet verleent tegen **onderpand**.

Transmissiemechanisme: zie **monetaire-beleidstransmissie**.

Uitbreiding van de EU: in 2003 zijn in totaal dertien landen in Midden- en Oost-Europa door de **Europese Raad** erkend als kandidaten voor toetreding tot de Europese Unie (EU). De volgende tien landen hebben het Toetredingsverdrag getekend om op 1 mei 2004 tot de EU toe te treden: Cyprus, Estland, Hongarije, Letland, Litouwen, Malta, Polen, Slovenië, Slowakije en Tsjechië. Twee andere landen – Bulgarije en Roemenië – hebben in 2003 een aanvang gemaakt met de toetredingsonderhandelingen en hen is het vooruitzicht geboden in 2007 tot de EU toe te treden. Turkije is de andere officiële kandidaat voor toetreding.

Variabele-rentetender: een tenderprocedure waarbij **tegenpartijen** inschrijven voor zowel het bedrag waarvoor als de rentevoet waartegen zij een transactie wensen aan te gaan.

Vaste-rentetender: een tenderprocedure waarbij de rente tevoren door de centrale bank wordt vastgesteld en de deelnemende **tegenpartijen** inschrijven voor de bedragen waarvoor zij tegen die vaste rente een transactie wensen aan te gaan.

Verantwoordingsplicht: de juridische en politieke verplichting van een onafhankelijke instelling om genomen besluiten aan de burgers en hun gekozen vertegenwoordigers uit te leggen en tegenover hen te verantwoorden, waardoor de instelling verantwoordelijk wordt voor de vervulling van de opgedragen doelstellingen. **De Europese Centrale Bank (ECB)** moet verantwoording afleggen aan de Europese burgers en in meer formele zin aan het **Europees Parlement**.

Verdrag van Maastricht: zie **Verdrag**.

Verdrag: het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap. Het Verdrag is op 25 maart 1957 in Rome ondertekend en is op 1 januari 1958 in werking getreden. Met dit Verdrag, dat ook wel het “Verdrag van Rome” wordt genoemd, is de Europese Economische Gemeenschap (EEG) – thans de Europese Gemeenschap (EG) – opgericht. Het Verdrag betreffende de Europese Unie (dat ook bekendstaat als het “Verdrag van Maastricht”) is op 7 februari 1992 ondertekend en is op 1 november 1993 in werking getreden. Met het Verdrag betreffende de Europese Unie is het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap aangepast en is de Europese Unie opgericht. Met het “Verdrag van Amsterdam”, dat op 2 oktober 1997 in Amsterdam is ondertekend en op 1 mei 1999 in werking is getreden, is zowel het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap als het Verdrag betreffende de Europese Unie aangepast. Evenzo is met het “Verdrag van Nice”, waarmee de in 2000 gehouden Intergouvernementele Conferentie werd afgesloten en dat op 26 februari 2001 is ondertekend en op 1 februari 2003 in werking is getreden, het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap en het Verdrag betreffende de Europese Unie aangepast.

Voorlopende indicatoren: economische grootheden die vooruitlopen op, of nuttige informatie bevatten met betrekking tot het voorspellen van, de toekomstige ontwikkeling van andere grootheden.

Wisselkoersstrategie: een monetaire-beleidsstrategie gericht op het handhaven van een bepaalde (meestal een stabiele of zelfs vaste) wisselkoers ten opzichte van een andere valuta of groep van valuta's.

PUBLICATIES

HOOFDSTUK 1

Officiële publicaties van de ECB

ECB (1999), Het Eurosysteem en het Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB), *Maandbericht*, januari

ECB (1999), Het institutionele kader van het Europees Stelsel van Centrale Banken, *Maandbericht*, juli

ECB (2003), De aanpassing van de stemprocedure in de Raad van Bestuur, *Maandbericht*, mei

ECB (1999 tot en met 2003), *Jaarverslagen*

Overige documenten

EMI (1998), *Convergentieverslag*, maart

Padoa-Schioppa, T. (2002), The euro goes East, lezing tijdens de 8e Dubrovnik Economic Conference, 29 juni 2002

Papademos, L. (2001), The completion of the changeover to the euro, toespraak tijdens de Euro Information Conference, Athene, 17 oktober 2001

Zilioli, C. en M. Selmayr (2001), *The law of the European Central Bank*, Oxford Press

HOOFDSTUK 2

Officiële publicaties van de ECB

ECB (1999), Het eurogebied bij de start van de derde fase, *Maandbericht*, januari

ECB (1999), *Possible effects of EMU on the EU banking systems in the medium to long term*, februari

ECB (1999), Het bankwezen in het eurogebied: structurele kenmerken en tendensen, *Maandbericht*, april

ECB (1999), De implementatie van het stabiliteits- en groeipact, *Maandbericht*, mei

ECB (1999), De balansen van de Monetaire Financiële Instellingen in het eurogebied (begin 1999), *Maandbericht*, augustus

ECB (2000), Het eurogebied één jaar na de invoering van de euro: basiskenmerken en wijzigingen in de financiële structuur, *Maandbericht*, januari

ECB (2000), De buitenlandhandel van het eurogebied: gestileerde feiten en recente tendensen, *Maandbericht*, augustus

ECB (2001), Het eurogebied na de toetreding van Griekenland, *Maandbericht*, januari

ECB (2001), De kenmerken van bedrijfsfinanciering in het eurogebied, *Maandbericht*, februari

ECB (2001), Financiering en financiële beleggingen van de niet-financiële sectoren in het eurogebied, *Maandbericht*, mei

ECB (2002), Besparingen, financiering en investeringen in het eurogebied, *Maandbericht*, augustus

ECB (2002), *Report on financial structures*, oktober

ECB (2003), *Structural factors in the EU housing markets*, maart

ECB (2003), *Money market study 2002*, november

Overige documenten

Buldorini, L., S. Makrydakis en C. Thimann (2002), The effective exchange rates of the euro, ECB *Occasional Paper 2*, februari

Gaspar, V., P. Hartmann, O. Sleijpen (red.) (2003), *The transformation of the European financial system* (Tweede ECB Conferentie van Centrale Banken), juni

Genre, V. en R. Gómez-Salvador (2002), Labour force developments in the euro area since the 1980s, ECB *Occasional Paper 4*, juli

Tumpel-Gugerell, G. (2003), The volatility of financial markets, toespraak tijdens de derde Encuentro Financiero Internacional bij de Caja Madrid, Madrid, 1 en 2 juli 2003

Santillán, J., M. Bayle en C. Thygesen (2000), The impact of the euro on money and bond markets, ECB *Occasional Paper 1*, juli

HOOFDSTUK 3

Officiële publicaties van de ECB

ECB (1999), De op stabiliteit gerichte monetaire-beleidsstrategie van het Euro-systeem, *Maandbericht*, januari

ECB (1999), Monetaire aggregaten voor het eurogebied en hun rol in de monetaire-beleidsstrategie van het Eurosysteem, *Maandbericht*, februari

ECB (2000), *Statistical information collected and compiled by the ESCB*, mei

ECB (2000), Monetaire-beleidsstrategie in het eurogebied, *Maandbericht*, juli

ECB (2000), *Statistical requirements of the ECB in the field of general economic statistics*, augustus

ECB (2000), De twee pijlers van het monetaire beleid van de ECB, *Maandbericht*, november

ECB (2001), Algemene economische statistieken voor het eurogebied: een beoordeling, *Maandbericht*, april

ECB (2001), Monetaire analyse: kader en instrumenten, *Maandbericht*, mei

ECB (2001), *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, juni

ECB (2001), Problemen verbonden aan monetaire-beleidsregels, *Maandbericht*, oktober

ECB (2002), De aandelenmarkt en het monetaire beleid, *Maandbericht*, februari

ECB (2002), Recente onderzoeksresultaten met betrekking tot de transmissie van het monetaire beleid binnen het eurogebied, *Maandbericht*, oktober

ECB (2002), De verantwoordingsplicht van de ECB, *Maandbericht*, november

ECB (2002), Doorzichtigheid bij het monetaire beleid van de ECB, *Maandbericht*, november

ECB (2003), De uitkomsten van de door de ECB uitgevoerde evaluatie van haar monetaire-beleidsstrategie, *Maandbericht*, juni

ECB (2003), *Inflation differentials in the euro area: potential causes and policy implications*, september

Overige documenten

- Angeloni, I., A.K. Kashyap en B. Mojon (red.) (2003), *Monetary policy transmission in the euro area*, Cambridge University Press
- Brand, C., D. Gerdesmeier en B. Roffia (2002), Estimating the trend of M3 income velocity underlying the reference value for monetary growth, ECB *Occasional Paper* 3, mei
- Camba-Mendez, G., V. Gaspar en M. Wynne (2002), *Measurement issues in European consumer price indices and the conceptual framework of the HICP* (samenvatting en conclusies van de CEPR/ECB-workshop over de meting van prijsindices), juli
- Duisenberg, W. (2001), The ECB's quantitative definition of price stability and its comparison with such definitions or inflation targets applied in other large economic areas, brief van de President van de ECB aan de voorzitter van de Economische en Monetaire Commissie, mw. Christa Randzio-Plath, 16 oktober 2001
- Duisenberg, W. (2001), The ECB's monetary policy strategy and the quantitative definition of price stability, brief van de President van de ECB aan de voorzitter van de Economische en Monetaire Commissie, mw. Christa Randzio-Plath, 13 december 2001
- Domingo-Solans, E. (2003), The importance of Eurostat for the monetary policy of the European Central Bank, toespraak tijdens de academische vergadering ter gelegenheid van het 50-jarig bestaan van Eurostat, Luxemburg, 16 mei 2003
- Domingo-Solans, E. (2003), Official statistics for a global economy, toespraak tijdens de 54 zitting van het International Statistical Institute, Berlijn, 20 augustus 2003
- Herrero, A., V. Gaspar, L. Hoogduin, J. Morgan en B. Winkler (red.) (2001), *Why price stability?* (Eerste ECB Conferentie van Centrale Banken), juni
- Issing, O. (1999), The Eurosystem: Transparent and Accountable, *Journal of Common Market Studies*, 37 (3), 503-519
- Issing, O. (2000), The monetary policy of the European Central Bank: strategy and implementation, *Kredit und Kapital*, 15, 353-388
- Issing, O. (red.) (2003), Background studies for the ECB's evaluation of its monetary policy strategy, november
- Issing, O., V. Gaspar, I. Angeloni en O. Tristani (2001), *Monetary policy in the euro area: Strategy and decision-making at the European Central Bank*
- Klößers, H.-J. en C. Willeke (red.) (2001), *Monetary analysis: Tools and applications* (verslag ECB-seminar), augustus
- Trichet, J.-C. (2002), Asset price bubbles and their implications for monetary policy and financial stability, toespraak tijdens de Asset Price Bubbles Conference bij de Federal Reserve Bank of Chicago, Chicago/Ill., 23 april 2002
- Trichet, J.-C. (2003), The ECB monetary strategy after the evaluation and clarification of May 2003, toespraak tijdens bijeenkomst georganiseerd door het Center for Financial Studies, Frankfurt, 20 november 2003

HOOFDSTUK 4

Officiële publicaties van de ECB

- ECB (1999), Het operationele kader van het Eurosysteem: beschrijving en eerste beoordeling, *Maandbericht*, mei
- ECB (2000), De overgang op variabele-rentetenders bij de basis-herfinancieringstransacties, *Maandbericht*, juli
- ECB (2001), Het onderpandskader van het Eurosysteem, *Maandbericht*, april
- ECB (2001), Het inschrijvingsgedrag van de tegenpartijen bij de open-markttransacties van het Eurosysteem, *Maandbericht*, oktober
- ECB (2002), Het liquiditeitsbeheer van de ECB, *Maandbericht*, mei
- ECB (2003), Wijzigingen in het operationele kader voor het monetaire beleid van het Eurosysteem, *Maandbericht*, augustus
- ECB (2004), *De uitvoering van het monetaire beleid in het eurogebied: Algemene documentatie inzake de monetaire-beleidsinstrumenten en -procedures van het Eurosysteem*, januari

Overige documenten

- Bindseil, U. en F. Seitz (2001), The supply and demand for Eurosystem deposits – the first 18 months, *ECB Working Paper* 44, februari
- Blenck, D., H. Hasko, S. Hilton en K. Masaki (2001), The main features of the monetary policy frameworks of the Bank of Japan, the Federal Reserve System and the Eurosystem, gepubliceerd in BIS papers 9
- Ejerskov, S., C. Martin Moss en L. Stracca (2003), How does the ECB allot liquidity in its weekly main refinancing operations? A look at the empirical evidence, *ECB Working Paper* 244, juli
- Manna, M., H. Pill en G. Quirós (2001), The Eurosystem's operational framework in the context of its monetary policy strategy, *International Finance*, 4(1)

HOOFDSTUK 5

Officiële publicaties van de ECB

In de navolgende bronnen is gedetailleerde informatie te vinden over de monetaire-beleidsbesluiten van de ECB:

- Inleidingen van de President van de ECB tot de persconferenties
- De hoofdstukken “Ten geleide” in de Maandberichten van de ECB
- Verklaringen van de President voor de Economische en Monetaire Commissie van het Europees Parlement
- De Jaarverslagen van de ECB

Overige documenten

- IMF (verscheidene jaren), Staff report on the euro area policies in the context of the Article IV consultations with euro area countries
- Issing, O. (2000), The ECB's Monetary Policy: Experience after the First Year, *Journal for Policy Modelling*, 22(3), 325-343
- Issing, O. (2001), The euro – the experience of the past 2 years, *Journal of Asian Economics*, 12, 1-20
- OESO (verscheidene jaren), “Economic Surveys: Euro Area”

INDEX

- Aandelenmarkt 32
Aanhoudingsperiode 84, 85, 86
Activa op de eerste lijst 82
Activa op de tweede lijst 82
Algemene Raad van de ECB 11
Alternatieve kosten 67
Arbeidsparticipatie 20
Basis-herfinancieringstransactie 79,
81, 83, 84, 86, 87, 88, 89, 90, 93,
95, 96, 97, 98, 99, 100, 102, 103,
106, 107
Belangrijkste rentevoeten van de
ECB 80, 81
Bilaterale spilkoers 111
Chartale geldomloop 39, 40, 77
Convergentiecriteria 9
Deflatie 44, 45, 54, 56, 57
Deposito's met opzegtermijn 114
Deposito's met vaste looptijd 115
Depositofaciliteit 77, 79, 80, 81, 91,
92, 94, 96, 100, 102, 103, 106,
107
Derde fase van de EMU (zie
Economische en Monetaire
Unie (EMU))
Derivatenmarkt 33, 34, 115
Deviezenswap 32, 90, 91, 95, 115
Directe-inflatiestrategie 60, 61, 74,
115
Directie van de ECB 11, 111, 125
Doorzichtigheid 13, 38, 54, 71, 72,
73, 74, 75, 132
Ecofin-Raad 13, 115
Economisch en Financieel Comité
115
Economische en Monetaire Unie
(EMU) 11, 109, 115
Economische schokken 23, 58, 71, 99
Ecu (European currency unit) 116
Effectieve wisselkoersen 116
EONIA (euro overnight index
average) 32, 81, 116
ERM 116
ERM-II 110, 117, 118
EURIBOR (euro interbank offered
rate) 32, 117
Euro 9, 11, 12, 20, 34, 35, 36, 37,
38, 52, 81, 84, 90, 92, 97, 100,
101, 102, 103, 105, 107, 110,
111, 114, 115, 116, 117, 118,
119, 125, 127, 131, 132, 133,
134
Eurogebied 9, 10, 11, 12, 13, 19, 20,
21, 22, 23, 24, 25, 26, 27, 28, 29,
30, 31, 32, 33, 34, 35, 36, 37, 38,
39, 40, 41, 42, 49, 50, 51, 52, 53,
54, 55, 56, 57, 59, 60, 61, 62, 63,
64, 65, 67, 68, 69, 70, 72, 74, 75,
77, 78, 79, 81, 82, 84, 87, 93, 97
Europees Monetair Instituut 11, 55,
110, 116, 117
Europees Monetair Stelsel 61, 116,
117
Europees Parlement 13, 15, 16, 37,
72, 75, 118, 120, 128, 134
Europees Stelsel van Centrale
Banken (ESCB) 9, 110, 117, 118,
131
Europees Systeem van Rekeningen
1995 (ESR 95) 118, 120, 124
Europese Centrale Bank (ECB) 9,
113, 115, 116, 117, 118, 119,
125, 127, 128
Europese Commissie 13, 20, 21, 24,
26, 55, 56, 64, 103, 109, 111,
115, 118, 119, 127
Europese Economische
Gemeenschap 109, 118, 129
Europese Raad 9, 12, 13, 16, 25, 109,
110, 117, 119, 124, 125, 128
Eurostat 19, 20, 22, 27, 55, 56, 64,
100, 103, 119, 133
Eurosysteem 9, 10, 11, 12, 13, 26,
33, 37, 38, 39, 41, 45, 46, 51, 54,
65, 66, 72, 75, 77, 78, 79, 80, 81,
82, 83, 84, 85, 86, 87, 89, 90, 91,
93, 95, 96, 97, 98, 99, 111, 113,
114, 115, 118, 119, 121, 122,
123, 124, 125, 126, 127, 131,
132, 134

Financiële markten 16, 28, 29, 32, 33, 52, 59, 62, 64, 75, 82, 100, 101, 106, 107, 119, 123
 "Fine-tuning"-transactie 86, 89, 90, 91, 94, 97
 Future 32, 33, 115, 119
 Geconsolideerde balans van de MFI-sector 38, 70, 119
 Geharmoniseerde consumptie-prijsindex 53, 54, 55, 119, 124
 Geldhoeveelheidsbeleid 60, 74, 119
 Geldmarkt 77, 78, 79, 80, 81, 84, 85, 86, 87, 88, 89, 91, 93, 95, 97, 98, 116, 119, 120, 127
 Geldmarktfondsen 30, 37, 38, 39, 40, 122
 Geldvraag 60, 67, 69, 70, 120
 Geloofwaardigheid 26, 44, 49, 52, 73, 98, 107, 108
 Girale deposito's 39, 40, 81, 84, 120, 122
 Globale richtsnoeren voor het economische beleid 26, 118, 120
 Huishoudens 24, 28, 29, 30, 31, 37, 39, 45, 48, 64, 65, 120, 121
 Inflatie 23, 44, 45, 47, 48, 49, 50, 52, 53, 54, 56, 57, 58, 60, 61, 62, 63, 64, 65, 67, 68, 69, 70, 74, 100, 102, 103, 104, 106, 107, 108, 115, 120, 124
 Inflatierisicopremie 44, 120
 Inflatieverwachtingen 49, 52, 54, 61, 104, 107, 108
 Investerings 23, 44, 48, 52, 121, 131
 Krediet 10, 32, 37, 48, 79, 90, 94, 117, 121, 122, 126, 128
 Kredietinstelling 10, 15, 16, 17, 28, 29, 33, 37, 38, 42, 78, 80, 81, 82, 83, 84, 85, 86, 87, 88, 92, 93, 94, 95, 96, 113, 120, 122, 123, 126
 Langerlopende herfinancierings-transactie 81, 86, 89, 90, 93, 95, 96, 97, 98, 121, 123
 Leningen 29, 31, 32, 38, 40, 41, 47, 48, 63, 70, 101, 102, 103, 105, 106, 119, 121, 123
 Lidstaat 25, 26, 81, 82, 90, 115, 121
 M1 39, 70, 101, 105, 120, 121, 122
 M2 39, 114, 115, 120, 121, 122
 M3 39, 40, 68, 69, 70, 102, 105, 114, 115, 119, 120, 121, 122, 125, 126, 133
 Marginale beleningsfaciliteit 79, 80, 81, 91, 92, 93, 94, 95, 100, 102, 103, 106, 107, 114, 121, 124
 Markt voor schuldbewijzen 33, 34, 35
 Minimale inschrijvingsrente 83, 87, 98, 103, 106, 107, 114, 121
 Monetaire aggregaten 38, 39, 40, 61, 63, 66, 67, 119, 121, 122, 132
 Monetaire basis 77, 122
 Monetaire financiële instellingen (MFI's) 19, 29, 37, 63, 114, 120, 121, 122
 Monetaire-beleidsstrategie 43, 50, 53, 58, 60, 66, 71, 73, 74, 75, 77, 99, 115, 119, 122
 Monetaire-beleidsstransmissie 19, 46, 50, 51, 52, 122, 128, 132
 Neerwaartse nominale starheden 57
 Neutraliteit van geld 43, 122
 Niet-financiële vennootschappen 29, 30, 31, 35, 41, 64, 121, 123, 124
 Nominaal-effectieve wisselkoersen (zie effectieve wisselkoersen)
 Obligatiemarkt 123
 Onafhankelijkheid van de centrale bank 12, 72, 123
 Onderpand 16, 32, 33, 34, 48, 79, 80, 81, 82, 90, 121, 123, 126, 128, 134
 Open-markttransacties 77, 79, 80, 81, 82, 86, 89, 90, 93, 95, 98, 115, 123, 127, 134
 Openheid 49, 73, 123
 Optie 33, 115, 123
 Output gap 124
 Overheid 13, 14, 21, 23, 24, 29, 34, 35, 39, 42, 50, 63, 82, 104, 119, 121, 124, 125
 Pact voor Stabiliteit en Groei 23, 25, 110, 124, 125, 127
 Pensioenfonds 29, 30, 41, 42, 64, 124

Permanente faciliteit 77, 79, 80, 81, 91, 92, 93, 94, 95, 96, 115, 121, 124
 Prijsstabiliteit 9, 10, 12, 13, 14, 19, 23, 26, 43, 44, 45, 46, 49, 50, 53, 54, 55, 57, 58, 59, 60, 61, 62, 63, 65, 66, 67, 68, 69, 70, 71, 72, 77, 99, 100, 101, 102, 103, 104, 105, 106, 107, 108, 109, 114, 115, 117, 119, 122, 124, 125, 126
 Procedure bij buitensporige tekorten 23, 25, 114, 124
 Projecties van stafleden van het Eurosysteem 125
 Raad van Bestuur van de ECB 11, 32, 46, 50, 53, 55, 59
 Raad van de EU 13, 25, 26, 72, 111, 115, 118, 119, 120, 124, 125
 Rechtstreekse aan- of verkopen van waardepapieren 90, 91, 125
 Reëel-effectieve wisselkoersen (zie effectieve wisselkoersen)
 Referentiewaarde voor de begrotingspositie 125
 Referentiewaarde voor de monetaire expansie 122, 125
 Repo-overeenkomst 79, 90, 123
 Repotransactie (repo) 126
 Reservebasis 83, 84, 85, 126
 Reserveratio 83, 84, 85, 126
 Reserveverplichtingen 47, 77, 81, 83, 84, 85, 86, 88, 89, 92, 93, 94, 95, 96, 97, 98, 113, 122, 126
 Risico's voor de prijsstabiliteit 23, 58, 59, 60, 67, 99, 101, 102, 106, 122, 126
 Schuldbewijzen 29, 33, 34, 35, 37, 38, 39, 40, 52, 64, 80, 82, 84, 90, 91, 113, 115, 120, 121, 122, 123, 126, 127
 Schuldquote 125, 127
 Stabiliteitsprogramma's 26, 124, 127
 Standaardtender 82, 86, 89, 91, 113, 121, 127
 Structurele transactie 86, 90, 91, 94, 123, 127
 Swap (zie deviezenswap)
 TARGET 32, 127, 133
 Tegenpartij 34, 37, 77, 79, 80, 81, 82, 83, 84, 87, 88, 89, 90, 91, 92, 115, 121, 122, 124, 126, 127, 128, 134
 Tekortquote 125, 128
 Transactie met wederinkoop 90, 113, 121, 126, 128
 Uitbreiding van de EU 11, 128
 Variabele-rentetender 83, 87, 89, 98, 103, 114, 121, 128, 134
 Vaste-rentetender 83, 87, 88, 98, 103, 114, 128
 Verantwoordingsplicht 54, 71, 72, 128, 132
 Verdrag 9, 10, 12, 13, 14, 15, 16, 23, 25, 26, 45, 46, 53, 54, 72, 74, 78, 109, 110, 111, 114, 115, 116, 117, 118, 123, 124, 125, 127, 128, 129
 Verdrag van Maastricht (zie Verdrag)
 Voorlopende indicatoren 129
 Voorspelbaarheid 73
 Wisselkoersstrategie 61, 129

