



EUROPESE CENTRALE BANK

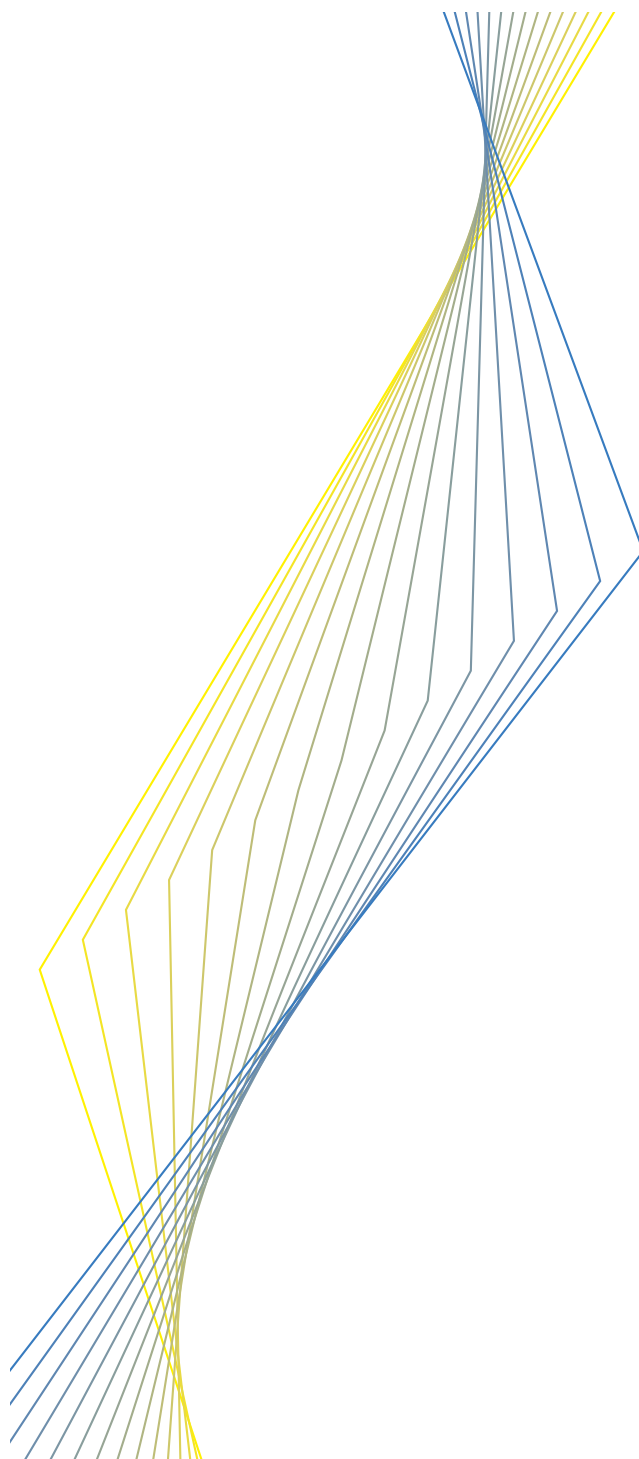
ECB EZB EKT BCE EKP

JAARVERSLAG

2001



EUROPESE CENTRALE BANK



JAARVERSLAG

2001

© Europese Centrale Bank, 2002

Adres	Kaiserstrasse 29 D-60311 Frankfurt am Main Duitsland
Postadres	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

Alle rechten voorbehouden.

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

De afsluitingsdatum voor de in dit Verslag voorkomende gegevens was 5 maart 2002.

ISSN 1561-459X

Inhoud

Voorwoord	I
-----------	---

Hoofdstuk I

Economische ontwikkelingen en monetair beleid

1	Overzicht: monetaire-beleidsbeslissingen in 2001	8
2	Monetaire en financiële ontwikkelingen	13
2.1	Monetaire ontwikkelingen	13
2.2	Financiële markten	20
3	Prijzontwikkelingen	34
4	Productie-, vraag- en arbeidsmarktontwikkelingen	40
5	Begrotingsontwikkelingen	48
6	Wereldwijde macro-economische situatie, wisselkoersen en betalingsbalans	53

Hoofdstuk II

Centrale-banktransacties

1	Monetaire-beleidsuitvoering	66
1.1	Overzicht	66
1.2	Basis-herfinancieringstransacties	68
1.3	Langerlopende herfinancieringstransacties	70
1.4	Overige open-markttransacties	70
1.5	Permanente faciliteiten	71
1.6	Stelsel van reserveverplichtingen	71
1.7	Beleenbare activa	72
1.8	Geldmarktontwikkelingen	75
2	Deviezentransacties en belegging van externe reserves	76
2.1	Deviezentransacties	76
2.2	De externe reserves van het Eurosysteem	76
2.3	Ontwikkelingen in het beheer van de externe reserves van het Eurosysteem	78
3	Het beheer van het eigen vermogen van de ECB	79

Hoofdstuk III

Risicobeheersing

1	Monetaire-beleidstransacties	82
1.1	Risicobeheersingskader	82
1.2	Kredietrisicobeoordeling	84
2	Beleggingstransacties	84
3	Ontwikkelingen voor 2002	86

Hoofdstuk IV

Economische ontwikkelingen in de andere landen van de Europese Unie

Hoofdstuk V

Europese, multilaterale en bilaterale aangelegenheden

1	Europese aangelegenheden	102
1.1	Ontwikkeling van het economische-beleidskader	103
1.2	Hervorming van de financiële markten	105
2	Multilaterale aangelegenheden	107
2.1	Multilateraal en bilateraal toezicht op het macro-economisch beleid	107
2.2	Het volgen van ontwikkelingen op de financiële markten wereldwijd	109
2.3	De architectuur van het internationale monetaire en financiële stelsel	111
2.4	De internationale rol van de euro	113
3	Bilaterale aangelegenheden	114
3.1	Het proces van toetreding tot de EU: enkele door het Eurosysteem aangewezen belangrijke economische aangelegenheden	114
3.2	Samenwerking tussen het Eurosysteem en de centrale banken van de kandidaat-lidstaten	117
3.3	De betrokkenheid van het Eurosysteem bij de Economische Dialoog tussen de EU en de kandidaat-lidstaten	118
3.4	Versterking van de werkrelaties met andere landen	118

Hoofdstuk VI

Overgang op de chartale euro en de productie van eurobankbiljetten

1	De overgang op de chartale euro in 2002	122
1.1	De overgang binnen het eurogebied	122
1.2	De overgang buiten het eurogebied	124
1.3	De omwisseling van nationale bankbiljetten bij nationale centrale banken	125

2	De productie van de eurobiljetten en -munten	125
2.1	Productie van de startvoorraden bankbiljetten	125
2.2	Productie van een Centrale Reservevoorraad bankbiljetten ter afdekking van risico's	125
2.3	Ondersteuning bij de productie van euromunten	126
3	Bescherming van eurobiljetten tegen valsemunterij	126
3.1	Research en ontwikkeling	126
3.2	Bestrijding van valsemunterij	126
4	De uitgifte van de eurobankbiljetten	127
5	De Euro 2002 Informatiecampagne	127

Hoofdstuk VII

Betalings- en effectenafwikkelingssystemen

1	De betalings- en effectenafwikkelingssystemen van het Eurosysteem	132
1.1	TARGET	132
1.2	Het correspondentcentralebankenmodel	134
2	Algemene aangelegenheden met betrekking tot het toezicht op betalingssystemen	135
3	Betalingsystemen voor grote betalingen	136
3.1	Ontwikkelingen bij andere betalingssystemen voor grote betalingen in euro	136
3.2	Continuous Linked Settlement (CLS)	137
4	Betalingsystemen voor kleine betalingen	137
4.1	Definitieve overgang van de betalingssystemen voor kleine betalingen op de euro	137
4.2	Ontwikkelingen met betrekking tot diensten met betrekking tot grensoverschrijdende kleine betalingen	137
4.3	Initiatieven van de EBA	138
4.4	Elektronisch geld en onderzoek naar de elektronische handel en elektronische betalingen	138
5	Effectenclearing- en afwikkelingssystemen	139
5.1	Clearing	139
5.2	Afwikkeling	140
5.3	Samenwerking met het Committee of European Securities Regulators	141
6	Samenwerking met kandidaat-lidstaten en andere activiteiten	141
6.1	Samenwerking met kandidaat-lidstaten	141
6.2	Overige activiteiten	142

Hoofdstuk VIII

Financiële stabiliteit en bedrijfseconomisch toezicht

1	Maatregelen gericht op financiële stabiliteit en bedrijfseconomisch toezicht	146
2	Structuur, rentabiliteit en risico's in het bankwezen	147
3	Bancaire en financiële regelgeving	151

Hoofdstuk IX

Het statistische kader

1	Inleiding	156
2	Monetaire en bancaire statistieken en statistieken omtrent financiële markten	156
3	Betalingsbalans, internationale reserves en internationale investeringspositie, en effectieve wisselkoersen	158
4	Financiële rekeningen en statistieken omtrent de overheidsfinanciën	159
5	Algemene economische statistieken	159
6	Griekenland in de statistieken voor het eurogebied	159
7	Samenwerking met de Europese Commissie en internationale instellingen	160
8	Statistieken met betrekking tot niet-deelnemende lidstaten en kandidaat-lidstaten	160

Hoofdstuk X

Overige taken en werkzaamheden

1	Adviesfuncties	164
2	Naleving van het verbod op monetaire financiering en bevoorrechte toegang	167
3	Het beheer van de krediettransacties van de Europese Gemeenschap	168

Hoofdstuk XI

Externe communicatie en verantwoording

1	Het communicatiebeleid en de communicatieactiviteiten van de ECB	172
1.1	Doelstellingen van het communicatiebeleid	172
1.2	Belangrijke communicatieaangelegenheden in 2001	172
1.3	Communicatieactiviteiten	173
2	Uitwisseling van informatie en gedachten met het Europees Parlement	174
2.1	Overzicht van de betrekkingen tussen de ECB en het Europees Parlement	174
2.2	Visie van de ECB op enkele tijdens de ontmoetingen met het Europees Parlement aan de orde gestelde onderwerpen	175

Hoofdstuk XII

Het institutionele kader van het Eurosysteem en het Europees Stelsel van Centrale Banken

1	Het Eurosysteem en het Europees Stelsel van Centrale Banken	182
2	De besluitvormende organen van de ECB	183
2.1	De Raad van Bestuur	183
2.2	De Directie	185
2.3	De Algemene Raad	186
3	De organisatie van de ECB	188
3.1	Beheer en controle	188
3.2	Personeelsbeheer	189
3.3	Het organisatieschema van de ECB	191
4	Sociale dialoog binnen het ESCB	192
5	Comités van het ESCB	192

Hoofdstuk XIII

Jaarrekening van de ECB

Balans per 31 december 2001	196
Winst- en verliesrekening over het jaar 2001	198
Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening	199
Toelichting op de balans	204

Toelichting op de winst- en verliesrekening	210
Accountantsverklaring	212
Toelichting op de winstverdeling	213
Geconsolideerde balans van het Eurosysteem per 31 december 2001	214
<hr/>	
Bijlagen	
Lijst van termen	218
Overzicht van de monetaire-beleidsmaatregelen	233
<hr/>	
Door de Europese Centrale Bank in 2001 ingevoerde rechtsinstrumenten	235
<hr/>	
Publicaties van de Europese Centrale Bank (ECB)	237

Lijst van Kaders, Tabellen en Grafieken

Kaders

1	Weerslag van de overgang naar de chartale euro op de chartale geldomloop en op M3	19
	Grafiek: Chartale geldomloop, bbp en opportuniteitskosten	20
2	Tijdens het grootste deel van 2001 bestond er tussen de obligatierendementen en de aandelenkoersen van het eurogebied een positieve correlatie	27
	Grafiek: Rendementen op obligaties en aandelenkoersen in het eurogebied	28
3	Impact van de invoering van de chartale euro op de consumptieprijzen in het eurogebied	36
4	Vooruitgang bij de structurele hervormingen van de producten- en arbeidsmarkten in het eurogebied	47
5	Begrotingsbeleid en economische groei op lange termijn	52
6	Determinanten voor de synchronisatie van internationale conjunctuurcycli	54
7	Ontwikkelingen in het handelsvolume van het eurogebied sinds de Azië-crisis	59
	Grafiek: In- en uitvoervolume vanuit en naar landen buiten het eurogebied en uitvoervolume naar landen binnen het eurogebied	59
	Grafiek: Uitvoervolume naar landen buiten het eurogebied, buitenlandse vraag en aandeel in de uitvoer	59
	Grafiek: Volume van de uitvoer vanuit het eurogebied naar de Verenigde Staten, China, Zuid-Korea en de Associatie van Zuidoost-Aziatische Naties (ASEAN)	60
	Grafiek: Volume van de invoer vanuit de Verenigde Staten, China, Zuid-Korea en de Associatie van Zuidoost-Aziatische Naties (ASEAN) naar het eurogebied	60
8	Centrale-banktransacties na de terreuraanslagen op 11 september 2001	77
9	Report on Observance of Standards and Codes (ROSC) voor het eurogebied	110
10	Overzicht van de voornaamste beleidsstandpunten van het Eurosysteem met betrekking tot toetreding	116
11	Consultatieprocedures in 2001	164
12	Optredens van vertegenwoordigers van de ECB in het Europees Parlement in 2001	175

Tabellen

1	Componenten van M3	16
2	Tegenposten van M3	18
3	Sectoraal aandeel van de uitstaande bedragen van in euro luidende schuldbewijzen uitgegeven door ingezetenen van het eurogebied	22
4	Prijs- en kostenontwikkeling in het eurogebied	34
5	Consumptieprijsinflatie: resultaten voor 2001 en verwachtingen voor 2001 en 2001	38
6	Samenstelling van de reële bbp-groei in het eurogebied	41
7	Industriële productie in het eurogebied	44
8	Arbeidsmarktontwikkelingen in het eurogebied	45
9	Begrotingsposities in het eurogebied	49
10	Belangrijkste categorieën beleenbare activa ten behoeve van de krediettransacties van het Eurosysteem	74
11	Macro-economische indicatoren voor Denemarken	90
12	Macro-economische indicatoren voor Zweden	95
13	Macro-economische indicatoren voor het Verenigd Koninkrijk	97
14	Betalingsverkeer in TARGET	132
15	Piekbelasting in TARGET in 2001	133
16	Fusie- en overnameactiviteiten van banken in de EU	149

Grafieken

1	ECB-rentevoeten en de geldmarktrente	9
2	M3-groei en de referentiewaarde	14
3	Ramingen van de nominale en de reële geldgroei-divergentie	14
4	Ontwikkeling M3 en tegenposten	17
5	Uitstaande bedragen aan door ingezetenen van het eurogebied uitgegeven schuldbewijzen in euro	21
6	Korte rente in het eurogebied	23
7	Helling van de geldmarktrendementscurve en impliciete volatiliteit afgeleid van opties op driemaands EURIBOR-futurescontracten	24
8 (a)	Rendementen op langlopende overheidsobligaties in het eurogebied, de Verenigde Staten en Japan	25
8 (b)	Renteverschil op 10 jaar tussen de Verenigde Staten en het eurogebied	25
9	Reële rente en “break-even”-inflatie berekend voor de Franse CPI	26
10	Korte bancaire rente en een vergelijkbare marktrente	30
11	Lange bancaire rente en een vergelijkbare marktrente	31
12 (a)	Beurskoersindices in het eurogebied, de Verenigde Staten en Japan	32
12 (b)	Impliciete volatiliteit van de aandelenmarkt in het eurogebied, de Verenigde Staten en Japan	32
13	Uitsplitsing HICP-inflatie in het eurogebied naar componenten	35
14	Uitsplitsing industriële producentenprijzen in het eurogebied	39
15	Arbeidskosten per eenheid product, loonsom per werknemer en arbeidsproductiviteit in het eurogebied	40
16	Bijdragen tot de reële bbp-groei op kwartaalbasis in het eurogebied	42
17	Vertrouwensindicatoren voor het eurogebied	42
18	Uitvoer van goederen voor het eurogebied en industriële productie	43
19	Werkloosheid in het eurogebied	46
20	Nominale effectieve wisselkoers van de euro	57
21	Lopende rekening en goederen- en dienstenverkeer van het eurogebied	61
22	Uitvoervolume-indices van consumptie-, investeringsgoederen en halffabrikaten naar landen buiten het eurogebied	62
23	Inkomensrekening van het eurogebied	62
24	Netto financiële stromen van het eurogebied in 2000 en 2001	63
25	Liquiditeitsfactoren en beroep op de permanente faciliteiten in het eurogebied	67
26	Aantal inschrijvingen en ecart tussen tweeweeks EONIA swaprente en minimale inschrijvingsrente (weekgegevens)	69
27	Economische en financiële indicatoren voor de niet tot het eurogebied behorende landen en het eurogebied	92
28	Bilaterale wisselkoersen van niet aan het eurogebied deelnemende EU-munten t.o.v. de euro	93
29	Samenwerking tussen het Eurosysteem en de centrale banken van de kandidaat-lidstaten in 2001	118
30	Dagschema grensoverschrijdende betalingen via TARGET – 2001	133
31	Grensoverschrijdend onderpand als percentage van het totale aan het Eurosysteem verstrekte onderpand	135

Afkortingen

Landen

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

Andere

bbp	bruto binnenlands product
BIB	Bank voor Internationale Betalingen
BPM4	IMF Balance of Payments Manual (4e editie)
BPM5	IMF Balance of Payments Manual (5e editie)
c.i.f.	c.i.f. aan grens importerend land
CD's	depositocertificaten
CPI	Consumptieprijnsindex
ECB	Europese Centrale Bank
ECU	Europese rekeneenheid
EMI	Europees Monetair Instituut
ESCB	Europees Stelsel van Centrale Banken
ESR 95	Europees Stelsel van Rekeningen 1995
EU	Europese Unie
EUR	euro
f.o.b.	f.o.b. aan grens exporterend land
HICP	Geharmoniseerde Consumptieprijnsindex
ILO	Internationale Arbeidsorganisatie
IMF	Internationaal Monetair Fonds
MFI's	Monetaire Financiële Instellingen
NCB's	nationale centrale banken
repo's	repurchase agreements
SITC Rev. 3	Standard International Trade Classification (3e herziening)

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

De invoering van de chartale euro in de twaalf eurolanden was een historische gebeurtenis. Op de veertien scheidingsbladen tussen de hoofdstukken van dit Jaarverslag staan enkele foto's uit een serie over de euro-omwisseling die fotograaf Claudio Hils in opdracht van de Europese Centrale Bank heeft gemaakt. De foto's geven een beeld te zien van de voorbereidingen in het gehele eurogebied, van het ontwerp en de productie van de eurobankbiljetten en -munten tot €-day op 1 januari 2002.

	Page
Europese Centrale Bank: Het eurosymbool voor het eerst verlicht om middernacht 31 december 2001, met op de achtergrond de Eurotoren.	XIV
Oostenrijk: Robert Kalina van de Oesterreichische Nationalbank, de ontwerper van de eurobankbiljetten, aan het werk bij de Oesterreichische Nationalbank in Wenen.	6
Frankrijk: Schoonmaken van een drukplaat bij de drukkerij van de Banque de France in Chamalières.	64
Griekenland: Controle van vellen bankbiljetten bij de drukkerij van de Griekse centrale bank in Athene.	80
België: (rechts) Luc Luycx van de Koninklijke Belgische Munt, de ontwerper van de gemeenschappelijke zijde van de euromunten. (links) Gipsmodel en muntstuk van 2 euro.	88
Italië: Verpakken van euromunten bij de Italiaanse Munt in Rome.	100
Duitsland: Vernietiging van nationale munten nabij Frankfurt.	120
Spanje: In cellofaan verpakte eurobankbiljetten bij de Banco de España in Madrid.	130
Portugal: (rechts) Een geldtransportauto verlaat de Portugese bankbiljettendrukkerij met een zending eurobankbiljetten. (links) Bewakers zetten voor een geldtransport de straat af.	144
Finland: Training van baliepersoneel bij Suomen Pankki, de Finse centrale bank in Helsinki.	154
Ierland: Ierse studenten verkleed als eurobankbiljetten en -munten in een winkelcentrum in Dublin.	162
Europese Centrale Bank: De winnaars van de "Word Euro SuperSter"-prijsvraag en de President van de Europese Centrale Bank, Willem F. Duisenberg, bij de prijsuitreiking in Frankfurt op 31 december 2001.	170
Luxemburg: De centrale bank van Luxemburg verwelkomt de euro op 1 januari 2002.	180
Nederland: Een paar minuten na middernacht op 1 januari 2002 pinnen Nederlandse jongeren hun eerste eurobankbiljetten uit een geldautomaat in Maastricht.	194



Europese Centrale Bank: **Het eurosymbool voor het eerst verlicht om middernacht 31 december 2001, met op de achtergrond de Eurotoren.**

Voorwoord



In dit voorwoord bij het Jaarverslag 2001 wil ik het in de eerste plaats hebben over de invoering van de chartale euro die op 1 januari 2002 een aanvang nam en die een belangrijke mijlpaal vormt in het Europese monetaire integratieproces. De operatie verliep veel vlotter dan verwacht en de nationale bankbiljetten waren ruim vóór 1 maart grotendeels aan de geldomloop onttrokken, toen de laatste valuta's die in de euro zijn opgegaan in hun respectieve landen hun status van wettig betaalmiddel verloren. Mijn oprechte dank gaat hierbij uit naar alle burgers van het eurogebied, die de chartale euro enthousiast hebben onthaald, alsook naar de financiële en economische actoren die ertoe hebben bijgedragen dat de overgang succesvol is verlopen. Met de invoering van de eurobankbiljetten en euromunten is de gemeenschappelijke munt na drie jaar eindelijk een tastbare realiteit geworden voor meer dan 300 miljoen burgers uit het eurogebied.

De invoering van de chartale euro volgde op een jaar waarin de inflatie in het eurogebied, gemeten als de Geharmoniseerde Consumptieprijsindex (HICP), 2,5% beliep, of 0,2 procentpunt meer dan in 2000. Die lichte toename van de inflatie vorig jaar was voor-

namelijk toe te schrijven aan het verloop van de meest volatiele componenten van de HICP, namelijk energie en onbewerkte voedingsmiddelen. Het domino-effect van de stijging van de energieprijzen en van de depreciatie van de effectieve wisselkoers van de euro in 2000 alsook de gevolgen, voor de prijzen van onbewerkte voedingsmiddelen, van de uitbreiding van de veeziekten in een aantal landen van het eurogebied, speelden een belangrijke rol in de stijging van het inflatiecijfer, dat in mei 2001 met 3,4% een piek bereikte en vervolgens geleidelijk terugliep tot 2,0% in december (op jaarbasis). Die ommekeer kwam er in de eerste plaats doordat de factoren die eind 2000 en tijdens de eerste maanden van 2001 inflatoire druk hadden teweeggebracht, geleidelijk verdwenen. Begin 2002 trok de inflatie licht aan als gevolg van basis-effecten, verhogingen van de indirecte belastingen in enkele landen en ongunstige weersomstandigheden. De impact die de overgang naar de chartale euro op de prijsontwikkelingen had, bleek echter miniem of zelfs verwaarloosbaar.

In de loop van vorig jaar namen de globale risico's voor de prijsstabiliteit langzaam af. De economische situatie in het eurogebied verslechterde tengevolge van de wereldwijde economische vertraging, die zich eind 2000 begon af te tekenen. Door de terroristische aanslagen in de Verenigde Staten nam de onzekerheid toe en hield de economische teruggang aan. Tegen de achtergrond van de afnemende inflatierisico's in het eurogebied, besloot de Raad van Bestuur van de Europese Centrale Bank (ECB) in de loop van vorig jaar de basisrentetarieven van de ECB viermaal te verlagen, met in totaal 150 basispunten. Sedert 8 november 2001 heeft de Raad van Bestuur die tarieven ongewijzigd gelaten op een niveau dat passend is voor het behoud van de prijsstabiliteit op de middellange termijn, met een minimale inschrijvingsrente van 3,25%. Het feit dat de jaarlijkse groei van M3 in het najaar van 2001 fors aantrok, hoefde niet als een bedreiging te worden gezien voor de vooruitzichten op prijsstabiliteit in het eurogebied, maar hing in de eerste plaats samen met de grote onzekerheid die in de

tweede helft van 2001 op de financiële markten heerste. Omstreeks de jaarwisseling doken in het eurogebied de eerste tekenen van een groeiherstel op. Hoewel er op dit ogenblik nog enige onzekerheid bestaat omtrent de intensiteit van het herstel, zijn in het eurogebied alle voorwaarden aanwezig om te zorgen dat het herstel doorzet.

In combinatie met de factoren die de inflatie tijdelijk aanwakkerden, betekende de verslechtering van de economische situatie in de loop van 2001 een grote uitdaging voor de monetaire-beleidsvoering in het eurogebied. Niettemin bestond eind 2001 het vooruitzicht dat de inflatie weldra een peil zou bereiken dat in overeenstemming is met de definitie van prijsstabiliteit die de ECB hanteert, namelijk een stijging van de inflatie op jaarbasis van minder dan 2%, en dat ook op de middellange termijn prijsstabiliteit zou kunnen worden gehandhaafd.

In dit opzicht wijst het niveau van de lange rente in het eurogebied erop dat de financiële markten vertrouwen hebben in de vastberadenheid en het vermogen van de ECB om op de middellange en langere termijn de prijzen stabiel te houden. Bovendien hebben verschillende indicatoren inzake de inflatieverwachtingen van de economische actoren duidelijk aangetoond dat de geloofwaardigheid van de ECB om op de middellange termijn voor prijsstabiliteit te zorgen, zeer groot is. Een en ander uit zich op zijn beurt in de relatief geringe onzekerheid omtrent de inflatie in het eurogebied, zoals blijkt uit, bijvoorbeeld, de structurele daling van de inflatoire risicopremies in het eurogebied. Dit laat op zeer overtuigende wijze zien dat het eurogebied mettertijd reële economische voordelen heeft weten te putten uit het consequent nastreven van een op stabiliteit gericht beleid.

De economische teruggang in het eurogebied in 2001 heeft ook het begrotingsbeleid op de proef gesteld. Het begrotingstekort van de landen die zijn overgegaan op de euro kwam vorig jaar gemiddeld op 1,3% bbp uit als gevolg van de werking van de automatische

stabilisatoren en aanzienlijke belastingverlagingen in sommige landen van het eurogebied. Het was de eerste maal sedert 1993 dat de totale begrotingspositie van het eurogebied verslechterde. De meeste landen bleven derhalve onder de doelstellingen die zij eind 2000 in hun stabiliteitsprogramma's hadden vastgelegd. De begrotingsuitkomsten bleven gemiddeld 0,7% bbp onder het streefdoel. Volgens de regels van het Pact voor Stabiliteit en Groei mag men de automatische stabilisatoren in principe hun werk laten doen als de economische groei van zijn trendmatig pad afwijkt. Als landen op de middellange termijn een begroting in evenwicht of een overschot hebben bereikt, is het zeer onwaarschijnlijk dat normale conjunctuurschommelingen zouden leiden tot een begrotingstekort van meer dan 3% bbp, de in het Verdrag vastgelegde limiet. Daarom is het zo belangrijk dat de landen die op de middellange termijn nog geen begrotingsevenwicht of een begrotingsoverschot hebben bereikt, dat zo snel mogelijk betrachten. Hoewel het Pact voor Stabiliteit en Groei in de loop van vorig jaar en begin dit jaar onder druk kwam te staan, is het toch blijven werken. Indien sommige landen het Pact evenwel zouden loslaten, en er niet in zouden slagen het economische herstel aan te grijpen om hun begrotingspositie aanzienlijk te verbeteren, zou dit de geloofwaardigheid van het begrotingsbeleid in het eurogebied ernstig schade berokkenen. Dat zou niet alleen negatieve gevolgen hebben voor de economische groei op de middellange termijn, het zou tevens de taak van het monetaire beleid bemoeilijken die erin bestaat de prijsstabiliteit te handhaven.

In 2001 was het ook precies tien jaar geleden dat de onderhandelingen over het Verdrag betreffende de Europese Unie werden afgerond. Het macro-economische beleidskader dat in het bewuste Verdrag werd neergelegd, is zowel de Europese Unie als het eurogebied dienstig geweest. Na de onzalige ervaringen van de jaren zeventig en tachtig, zagen de opstellers van het Verdrag in dat het monetaire en het begrotingsbeleid niet op "fine-tuning" van de economische bedrijvigheid behoorden te worden afgestemd, maar

eerder een stabiel macro-economisch klimaat moesten creëren. Enkel op die manier kunnen zij een duurzame bijdrage leveren aan de economische groei. Daarom moet het monetaire beleid gericht zijn op het handhaven van de prijsstabiliteit, terwijl het begrotingsbeleid moet zorgen voor gezonde overheidsfinanciën.

In diezelfde geest kan het potentiële groeitempo in het eurogebied, dat door de ECB op 2 à 2,5% per jaar wordt geraamd, enkel worden opgevoerd door structurele hervormingen die erop gericht zijn de werking van de markten te verbeteren. Een flexibeler arbeidsmarkt en voortzetting van loonmatiging zijn tevens van essentieel belang om de onaanvaardbaar hoge werkloosheid – 8,3% vorig jaar – terug te dringen. In de loop van 2001 zijn een aantal initiatieven genomen (in het bijzonder ten aanzien van de productmarkten), waarvan sommige een uitvloeisel waren van de bijeenkomst van de Europese Raad in Lissabon in maart 2000, waar de nadruk werd gelegd op het belang van structurele hervormingen om de economische groei te stimuleren en de werkloosheid in de Europese Unie te verminderen. Over het geheel genomen, dient echter sneller vooruitgang te worden geboekt op deze terreinen. De voornaamste uitdaging waar de Europese Unie en het eurogebied zich de komende jaren voor geplaatst zullen zien, is immers aanzienlijke vooruitgang te maken met dergelijke structurele hervormingen.

De vervanging van de nationale valuta's door de euro roept een aantal belangrijke vragen op in verband met de verdeling van het monetaire inkomen in het Eurosysteem, bestaande uit de ECB en de nationale centrale banken (NCB's) van de lidstaten die deel uitmaken van het eurogebied en die gezamenlijk de centrale-bankfuncties voor het hele gebied waarnemen. Tegen die achtergrond heeft de Raad van Bestuur in december vorig jaar een beslissing genomen aangaande de eurobankbiljetten en de toewijzing van het monetaire inkomen. Krachtens die beslissing zal de ECB vanaf 2002 voorzien in 8% van de totale behoefte aan eurobankbiljetten; de emissie van de ove-

rige 92% zal worden verdeeld onder de NCB's van het Eurosysteem, overeenkomstig hun respectieve aandelen in het kapitaal van de ECB. Het muntloon dat de NCB's verdienen op de uitgifte van eurobankbiljetten zal worden toegevoegd aan het monetaire inkomen, dat moet worden samengevoegd en herverdeeld conform de bepalingen van de Statuten van het Europees Stelsel van Centrale Banken en de Europese Centrale Bank. Om ervoor te zorgen dat het nieuwe regime de relatieve financiële posities van de NCB's zo weinig mogelijk beïnvloedt, zal het slechts geleidelijk worden ingevoerd gedurende een overgangperiode die zal eindigen in 2007. Vanaf 2008 zal het volledige monetaire inkomen onder de NCB's worden verdeeld overeenkomstig hun aandeel in het kapitaal van de ECB.

Eind 2001 telde de ECB 1.043 personeelsleden afkomstig uit alle 15 lidstaten; de begroting voorziet in een totale staf van 1.118,5. Eind 2000 waren er dat nog 941. De begroting van de ECB voor 2002 voorziet in een lichte toename tot iets meer dan 1.150 stafleden in de loop van het jaar. Op basis van de tijdens het drieënehalfjarig bestaan van de ECB opgedane ervaring zijn een aantal organisatorische wijzigingen aangebracht. Ten behoeve van de synergie tussen de verschillende taakgebieden, heeft de Raad van Bestuur van de ECB besloten de bevoegdheidsverdeling tussen de afzonderlijke leden van de Directie aan te passen. Bovendien zijn de functies van de taakgebieden van de ECB enigszins gewijzigd. Een en ander komt tot uiting in het nieuwe organogram van de ECB.

In 2001 boekte de ECB een nettowinst van € 1.822 miljoen.

Dit Jaarverslag bevat voor het jaar 2001 een overzicht van de activiteiten van het Europees Stelsel van Centrale Banken en van het Eurosysteem. Het rapporteert tevens over het monetaire beleid in 2001 en begin 2002 en gaat in op de vele – soms technische – aspecten die kwamen kijken bij de oprichting en consolidatie van het Eurosysteem als de “centrale bank” van het eurogebied.

Tot slot wil ik graag nog even terugkomen op de historische gebeurtenis waarmee 2001 werd afgesloten en 2002 ingeluid. De invoering van de eurobankbiljetten en euromunten betekende immers niet alleen de voltooiing van het monetaire integratieproces, zij blaast de Europese economische en financiële integratie ook nieuw leven in. Om te beginnen, zal de verhoogde prijstransparantie als gevolg van de invoering van de chartale euro het grensoverschrijdende handelsverkeer stimuleren en derhalve ook de concurrentie. Ten tweede zal de bevolking er zich meer bewust van worden dat de Interne Markt niet voltooid is: het goederenverkeer, de grensoverschrijdende dienstverlening en de arbeidsmobiliteit worden nog steeds gehinderd door obstakels van regelgevende, administratieve en juridische aard. Door de invoering van de euro – die de “bekroning” van de Interne Markt moest vormen – zullen die obstakels meer in het oog springen, wat een aansporing moet zijn om ze uit de weg te ruimen. Nu de regeringen van het eurogebied vrijwillig afstand hebben gedaan van hun nationale valuta’s en de burgers van het eurogebied de economische vruchten zullen kunnen plukken die voortvloeien uit het gebruik van één enkele munt in een groot economisch gebied, zullen diezelfde burgers zich immers afvragen waarom een gemeenschappelijke munt wél mogelijk is, en waarom andere barrières

tussen de landen van het eurogebied niet worden weggewerkt. Met andere woorden, de Europese integratie zou meer een door de Europese burgers van onderuit geïnitieerd proces kunnen worden, en minder een van bovenaf door politici en deskundigen gestuurd proces. Centrale-bankpresidenten verkeren zelden in de gelegenheid vorm te geven aan gebeurtenissen zoals de invoering van de chartale euro, die samenlevingen en hun economieën zo ingrijpend kunnen veranderen. Ik heb het grote voorrecht gehad het Eurosysteem tijdens zo’n gebeurtenis te mogen voorzitten. Ik wens deze gelegenheid dan ook aan te grijpen om mijn dank en trots te betuigen tegenover al die duizenden collega’s in de ECB en de NCB’s, die de plechtige verbintenis en intentie van de Europese naties in Maastricht hebben omgezet in dagelijkse realiteit.

Frankfurt am Main, maart 2002



Willem F. Duisenberg



Oostenrijk: **Robert Kalina van de Oesterreichische Nationalbank, de ontwerper van de eurobankbiljetten, aan het werk bij de Oesterreichische Nationalbank in Wenen.**

Hoofdstuk I

Economische ontwikkelingen en monetair beleid

I Overzicht: monetaire-beleidsbeslissingen in 2001

Een van de moeilijkste opdrachten voor de Raad van Bestuur van de ECB was het snel en nauwkeurig beoordelen van de groeivoorzichten voor het eurogebied, die gaandeweg moesten worden bijgesteld als gevolg van, in hoofdzaak, de mondiale economische vertraging en de weerslag van de prijsverhogingen voor olie en voedingsmiddelen op het reële beschikbare inkomen. Die taak werd nog extra bemoeilijkt door de wereldwijde schok veroorzaakt door de terroristische aanslagen van 11 september in de Verenigde Staten, vermits de onzekerheid daardoor nog groter werd en de in de wereldeconomie en het eurogebied reeds aan de gang zijnde activiteitenvertraging er nog door werd aangescherpt. De monetaire-beleidsvoering moest daarenboven het hoofd bieden aan de inflatoire druk op korte termijn die een gevolg was van de vertraagde effecten van de in 2000 gestegen invoerprijzen en van de weerslag, begin 2001, van de BSE-crisis en de mond- en klauwzeerepidemie op de prijzen voor onbewerkte voedingsmiddelen. In die context waren de rentebeslissingen van de Raad van Bestuur gericht op het handhaven van de prijsstabiliteit op de middellange termijn. Hiertoe werden de prijsvoorzichten beoordeeld op basis van de twee pijlers van de monetaire-beleidsstrategie van de ECB.

Begin 2001 bevonden de voornaamste rentetarieven van de ECB zich nog steeds op het peil dat zij hadden bereikt op 5 oktober 2000, toen de Raad van Bestuur ze met 25 basispunten had opgetrokken. Tegen de achtergrond van de zich aandienende opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit was de rente op de basis-herfinancieringstransacties van het Eurosysteem toen op 4,75% gebracht, en de rentes op de marginale beleningsfaciliteit en de depositofaciliteit op respectievelijk 5,75% en 3,75% (zie Grafiek 1). Als gevolg van de olieprijsstijging en van de depreciatie van de wisselkoers van de euro in 1999 en het grootste gedeelte van 2000, was de inflatie enkele maanden lang boven het peil uitgestegen dat in overeenstemming is met prijsstabiliteit. De meeste voorzichten maakten op

dat ogenblik nog gewag van een aanhoudend stevige economische groei, zowel in het eurogebied als daarbuiten. Daardoor vergrootte het risico dat de toename van de inflatie een langduriger effect zou sorteren op de inflatie via afgeleide effecten langs de lonen om. Bovendien wezen de ontwikkelingen in de monetaire en kredietaggregaten op een potentiële opwaartse inflatoire druk tegen de achtergrond van een nog steeds robuuste economische groei.

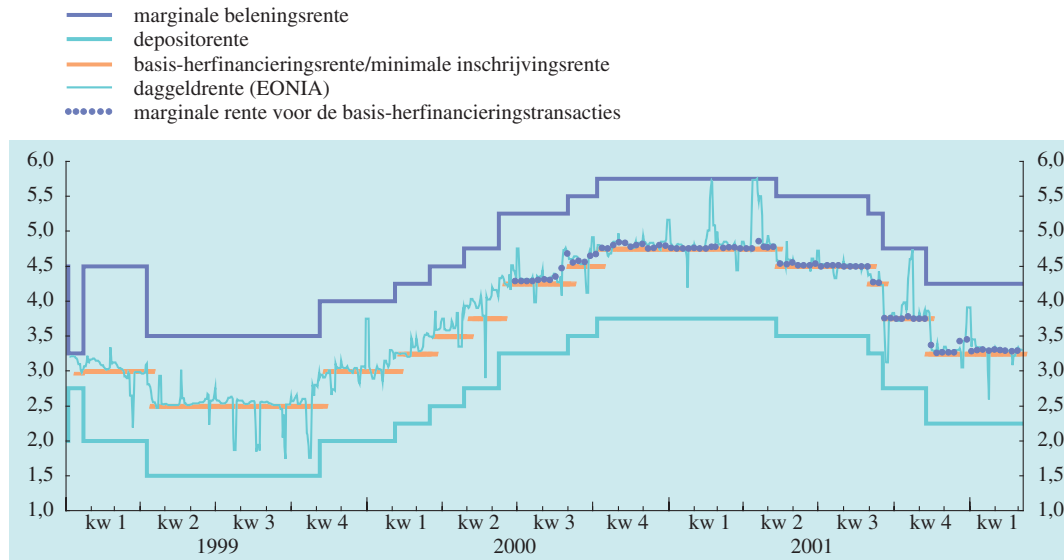
In de loop van 2001 werden de risico's voor de prijsstabiliteit geleidelijk kleiner. Wat de eerste pijler betreft, bleef de groei van M3 begin 2001 vertragen, dit in het verlengde van de reeds in 2000 ingezette tendens. Die vertraging was voornamelijk terug te voeren op de sterk verminderde expansie van de meest liquide componenten van M3, die toe te schrijven was aan de impact van de geleidelijke verhoging, sedert november 1999, van de voornaamste ECB-rentes. Ook het jaarlijkse groeicijfer van de kredietverstrekking aan de particuliere sector liep vanaf het begin van 2001 terug. De tragere groei van de monetaire en kredietaggregaten wees erop dat de uit de monetaire sfeer voortkomende risico's voor de prijsstabiliteit neutraler werden.

Eind 2000 waren er ook voor het eerst aanwijzingen dat de officiële cijfers met betrekking tot de groei van de geldhoeveelheid opwaarts waren vertekend door de aankopen van verhandelbaar papier uit de M3-geldhoeveelheid door niet-ingezetenen van het eurogebied. Een ruwe kwantificering van die vertekeningen, die net vóór de eerste vergadering van de Raad van Bestuur in mei 2001 beschikbaar werden, leek erop te wijzen dat het om aanzienlijke en mettertijd groter geworden bedragen ging, groter zelfs dan aanvankelijk verwacht, namelijk in totaal 1 procentpunt van de jaarlijkse groei van M3. Rekening houdend met die factoren, groeide M3 blijkbaar trager dan eerder gedacht, en de eerste ramingen van de gecorrigeerde M3-groei wezen uit dat deze sedert eind 2000 onder de referentiewaarde van 4½% lag. (Deze verteke-

Grafiek I

ECB-rentevoeten en de geldmarktrente

(procenten per jaar; daggegevens)



Bron: ECB.

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

ningen konden evenwel pas in november 2001 volledig uit de officiële statistieken worden weggewerkt.)

Wat de tweede pijler betreft, vertoonde de internationale economie omstreeks eind 2000 enige tekenen van zwakte. Zo waren er de eerste aanwijzingen van een conjunctuurvertraging in de Verenigde Staten en van een economische achteruitgang in Japan, waardoor ook de onzekerheid over de groeivoorzichten elders in de wereld groter werd. Dat de economie van het eurogebied door die ontwikkelingen werd beïnvloed, kwam het eerst tot uiting in de sectoren die het sterkst aan de externe omgeving zijn blootgesteld. De groei van de industriële productie begon vanaf begin 2001 te vertragen en ook uit alle beschikbare enquêtes over de economische situatie bleek voor de eerste paar maanden van 2001 een lichte economische achteruitgang. Terzelfder tijd zag het ernaar uit dat de consumptie goed weerstand zou blijven bieden, gelet op de forse groei van de werkgelegenheid en de belastingverlagingen in verschillende landen. Hoewel steeds duidelijker werd dat de reële bbp-groei in het eurogebied aan

het verzwakken was, gingen verschillende voorspellingsinstituten alsook de staf van het Eurosysteem er in de eerste helft van 2001 van uit dat de reële bbp-groei in het eurogebied in 2001 zou vertragen tot een niveau dat over het geheel genomen in overeenstemming was met de trendmatige potentiële groei. Gelet op de internationale economische vooruitzichten, waren er echter steeds meer neerwaartse risico's aan die prognoses verbonden.

Daarenboven werden de groeivoorzichten, vooral die met betrekking tot de particuliere consumptie, gedrukt door de verdere toename, begin 2001, van de HICP-inflatie in het eurogebied. Het positieve effect dat de verlagingen van de directe belastingen eind 2000 en begin 2001 in een aantal landen van het eurogebied op het beschikbare inkomen van de gezinnen hadden gesorteerd, werd aldus tenietgedaan. De jaarlijkse HICP-inflatie, die in januari 2001 2,4% beliep, klom in mei 2001 tot een hoogtepunt van 3,4%. Die stijging was voornamelijk toe te schrijven aan de prijsverhogingen voor onbewerkte voedingsmiddelen, een gevolg van de BSE-crisis en de mond-

en klauwzeerepidemie in een aantal landen van het eurogebied, alsook aan het vertraagde en via de producentenprijzen tot uiting gekomen effect van de vroegere olieprijsstijgingen en van de depreciatie van de wisselkoers van de euro. Tengevolge van deze indirecte effecten bleef ook de HICP-inflatie m.u.v. de prijzen voor onbewerkte voedingsmiddelen en energie begin 2001 een opwaartse tendens vertonen. Deze prijsstijgingen in het eurogebied waren een bron van zorg voor de monetaire-beleidsvoering aangezien zij tevens de inflatievooruitzichten op de middellange termijn opwaarts dreigden te beïnvloeden, voornamelijk als gevolg van potentiële, via de lonen afgeleide effecten.

De bezorgdheid over dergelijke tweederonde-effecten ebde echter geleidelijk weg naarmate de economische vooruitzichten voor het eurogebied verder verslechterden. Die ongunstiger prognoses impliceerden immers zowel een vermindering van de inflatoire druk van de kant van de binnenlandse vraag als een verkleining van de door de lonen veroorzaakte inflatierisico's. Tegen die achtergrond, en gelet op het feit dat de loonstijgingen tot op dat ogenblik gematigd waren gebleven en dat uit de herziene gegevens betreffende de M3-geldhoeveelheid een beduidende verzwakking van de groei van de geldhoeveelheid bleek, besloot de Raad van Bestuur op zijn vergadering van 10 mei 2001 de voornaamste rentetarieven van de ECB met 25 basispunten te verlagen.

Tijdens de daaropvolgende maanden bleef de economische activiteit in het eurogebied vaart minderen. Dat kwam voornamelijk doordat zowel de uitvoer als de investeringen van het eurogebied een groeivertraging te zien gaven als gevolg van de wereldwijde economische achteruitgang, maar ook door de groeivertraging bij de consumptie. Bovendien nam de korte-termijndruk op de prijzen af. Tegen die achtergrond ging de groei van M3 zich, na een periode van vertraging, vanaf het tweede kwartaal van 2001 eerst stabiliseren en vervolgens weer aantrekken. Om verschillende redenen was men er echter van overtuigd dat die groei geen inflatoire risico's

inhiel. Ten eerste weerspiegelde de hogere M3-groei voor een deel de toenemende behoefte van de economische subjecten aan transactiemiddelen ingevolge de eerdere prijsstijgingen voor energie en voedingsmiddelen. Ten tweede deed de krachtige M3-groei zich voor op een ogenblik dat de rendementscurve relatief vlak was, waardoor het aantrekkelijker werd om korte-termijnactiva aan te houden, eerder dan lange-termijnactiva. Ten derde gaven vele beleggers, in het licht van de sedert het voorjaar van 2000 aanhoudende daling van de aandelenprijzen en de onzekerheid op de financiële markten, de voorkeur aan veiliger en liquide korte-termijntegoeden zoals deposito's. Ten slotte diende voor ogen te worden gehouden dat de snelle groei van de officiële M3-cijfers nog steeds voor een deel werd vertekend door de verhandelbare instrumenten aangehouden door niet-ingezetenen van het eurogebied. In combinatie met de verdere groeivertraging van de kredietverstrekking aan de particuliere sector, waren dit stuk voor stuk aanwijzingen dat de informatie uit de eerste pijler in overeenstemming was met het behoud van prijsstabiliteit op de middellange termijn. Tegen de achtergrond van de steeds duidelijker wordende economische verzwakking en een geringere inflatoire druk, besloot de Raad van Bestuur op 30 augustus 2001 de voornaamste ECB-rentetarieven nogmaals met 25 basispunten te verlagen.

De terroristische aanslagen van 11 september in de Verenigde Staten brachten in de wereld-economie een aanzienlijke schok teweeg en dreigden de werking van de financiële markten te ontwrichten. Onmiddellijk na die aanslagen nam het Eurosysteem de nodige maatregelen om de normale werking van de financiële markten veilig te stellen. Het Eurosysteem verrichtte verschillende liquiditeitsverschaffende en fijnregelende open-markttransacties die in slechts enkele dagen de geldmarkten van het eurogebied stabiliseerden. Bovendien hielp het Eurosysteem – via een deviezenswapovereenkomst tussen de ECB en de Amerikaanse Federal Reserve – de in VS-dollar luidende liquiditeitstekorten van

de banken uit het eurogebied mee dekken (zie Hoofdstuk II).

Als gevolg van de terroristische aanslagen nam de onzekerheid wereldwijd toe, wat het risico met zich bracht dat de reeds aan de gang zijnde neerwaartse tendens van de economische activiteit nog zou versnellen. De zwakkere internationale omgeving had een negatieve impact op de externe vraag van het eurogebied, wat tevens op de bedrijfsinvesteringen woog. De toegenomen onzekerheid dreigde ook de groei van de consumptie af te remmen. In die omstandigheden en gelet op het feit dat de economische groei in het eurogebied reeds vóór de bewuste aanslagen aan het verzwakken was, werden de neerwaartse risico's voor de economische groei nog groter en zou de inflatoire druk naar verwachting verder afnemen. Tegen die achtergrond besloot de Raad van Bestuur, na een op 17 september via een teleconferentie gehouden buitengewone vergadering, de voornaamste rentetarieven van de ECB met 50 basispunten te verlagen; in de Verenigde Staten nam het Federal Open Market Committee van het Federal Reserve System op hetzelfde ogenblik een soortgelijke beslissing. Deze renteverlaging was een reactie op de uitzonderlijke omstandigheden, waarmee de Raad van Bestuur uitdrukking gaf aan zijn overtuiging dat deze gemeenschappelijke wereldwijde schok een snelle en gezamenlijke reactie ver-eiste. Zij paste tevens in het kader van de afgenomen inflatoire druk in het eurogebied, en was bijgevolg volledig in overeenstemming met de monetaire-beleidsstrategie van de ECB.

In de daaropvolgende periode leek de beschikbare informatie, vooral die uit de tweede pijler van de monetaire-beleidsstrategie, erop te wijzen dat de inflatoire druk op de middellange termijn allicht verder zou afnemen. Door de nasleep van de aanslagen van 11 september werd het steeds duidelijker dat de economische vertraging in het eurogebied langduriger en ingrijpender zou zijn dan eerder verwacht. De externe vraag zou naar verwachting verder teruglopen en de onzekerheid als gevolg van de terroristische aanslagen

zou wellicht het herstel van de investeringen in het eurogebied vertragen en op de binnenlandse particuliere consumptie wegen. Al deze elementen droegen bij tot de verwachting dat de economische activiteit in de tweede helft van 2001 weinig animo zou vertonen en dat de reële groei van het bbp ook begin 2002 zwak zou blijven.

Terzelfder tijd ebde de impact van de inflatoire schokken als gevolg van de olieprijsstijgingen en de depreciatie van de wisselkoers van de euro in 1999 en 2000, alsook van de prijsstijgingen voor voedingsmiddelen aan het begin van 2001, geleidelijk weg. Daardoor liep de HICP-inflatie in het najaar van 2001 continu terug. Bovendien leek het erop dat de vermindering van de inflatoire druk zou bijdragen tot de stabilisatie van de inflatievooruitzichten, vermits dit bevestigde dat de inflatietoename slechts tijdelijk was. In combinatie met de vertraging van de economische activiteit, mocht dus worden verwacht dat ook de loonmatiging zou aanhouden.

Een en ander werd door de analyse van de monetaire gegevens niet gelogenstraft. Na de terroristische aanslagen van 11 september liep de groei van M3 weer sterk op, maar dit leek voor een groot deel toe te schrijven aan verschuivingen in de portefeuilles van de particuliere beleggers, meer bepaald van aandelen en andere langere-termijnactiva naar meer liquide en relatief veilige korte-termijntegoeden die in M3 zijn vervat. Deze verschuivingen golden als een reactie van de beleggers op de toegenomen onzekerheid in de financiële markten; de Raad van Bestuur oordeelde bijgevolg dat zij de M3-groei slechts tijdelijk zouden beïnvloeden en geen aanwijzing waren van toekomstige inflatoire druk. Dat oordeel werd overigens ondersteund door het feit dat de jaarlijkse groei van de kredietverlening aan de particuliere sector verder bleef vertragen. Tegen die achtergrond besloot de Raad van Bestuur op 8 november de voornaamste rentetarieven van de ECB nogmaals met 50 basispunten te verlagen. Na die beslissing bedroeg de minimale inschrijvingsrente op de basisherfinancieringstransacties 3,25% en de rentes op de marginale beleningsfaciliteit en de

depositofaciliteit respectievelijk 4,25% en 2,25%.

Op zijn vergadering van 8 november besliste de Raad van Bestuur ook dat hij, onder normale omstandigheden, voortaan alleen nog tijdens iedere eerste vergadering van de maand de monetaire-beleidskoers van de ECB zou beoordelen en rentebeslissingen zou nemen. Tijdens iedere tweede vergadering van de maand zou de Raad van Bestuur zich buigen over de kwesties in verband met de andere taken en verantwoordelijkheden van de ECB en het Eurosysteem.

Tijdens zijn vergadering van 6 december voerde de Raad van Bestuur zijn jaarlijkse herbeoordeling van de referentiewaarde voor de M3-groei uit en herbevestigde hij de waarde van 4½% voor het ruime aggregaat M3. Die beslissing was gebaseerd op de ECB's definitie van prijsstabiliteit en op ongewijzigde aannames in verband met de trendmatige potentiële productiegroei van 2 à 2½% per jaar en een trendmatige vertraging van de M3-omloopsnelheid van ½ à 1% per jaar in het eurogebied. Er werd bij die gelegenheid aan herinnerd dat de referentiewaarde een middellange-termijn begrip is. In geval van buitengewone economische ontwikkelingen is het niet uitgesloten dat de groei van de M3-geldhoeveelheid tijdelijk afwijkt van het peil dat in overeenstemming is met de factoren die op de lange termijn bepalend zijn voor die groei. De krachtige M3-groei aan het einde van 2001 moet vanuit dat oogpunt worden geëvalueerd. Die ontwikkelingen deden zich immers voor in een economische en financiële omgeving die werd gekenmerkt door een hoge graad van onzekerheid, zodat zij geen opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit op de middellange termijn aangaven. Niettemin werd eraan herinnerd dat, mocht de economische en financiële onzekerheid afnemen, een eventueel aanhoudend liquiditeitsoverschot in de economie zorgvuldig zou moeten worden herbeoordeeld teneinde na te gaan of het al dan niet een risico inhoudt voor de prijsstabiliteit.

Eind 2001 en begin 2002 bevestigde nieuwe informatie de eerder door de Raad van Bestuur geformuleerde economische vooruitzichten voor het eurogebied en meteen ook de vroeger genomen toekomstgerichte monetaire-beleidsbeslissingen. De reële bbp-groei kwam in het derde kwartaal van 2001 dicht in de buurt van 0% uit, en verscheidene indicatoren wezen voor het vierde kwartaal van 2001 en voor begin 2002 op een zwakke economische activiteit. Tegelijkertijd was de verwachting dat de economische groei in de loop van 2002 in het algemeen zou aantrekken. Dat bleek onder meer uit de voorspellingen van internationale instellingen en uit de in december 2001 door staf van het Eurosysteem gepubliceerde projecties. Dat vooruitzicht beruiste op verschillende factoren. Om te beginnen, waren er in het eurogebied geen grote evenwichtsverstoringen die een langdurige aanpassingsperiode zouden hebben vereist. Naarmate de onzekerheid die de wereldeconomie overschaduwde, zou afnemen, kon worden verwacht dat de gezonde economische "fundamentals" en de gunstige financieringsvoorwaarden in het eurogebied samen een solide basis zouden bieden voor een economische opleving. Daarnaast mocht er ook van worden uitgegaan dat de aanhoudende daling van de consumptieprijsinflatie het reële beschikbare inkomen positief zou beïnvloeden en aldus de binnenlandse vraag zou ondersteunen. Hoewel het tijdstip en de intensiteit van het herstel onzeker bleven, leek de begin 2002 beschikbare informatie al met al te wijzen op een versterking van de economische activiteit.

Alle begin 2002 beschikbare informatie (met inbegrip van alle voorliggende prognoses en de macro-economische projecties door staf van het Eurosysteem) wettigde tevens dat de jaarlijkse HICP-inflatie zich op de middellange termijn zou stabiliseren op een niveau dat onder de 2% ligt.

2 Monetaire en financiële ontwikkelingen

2.1 Monetaire ontwikkelingen

Sterke stijging van de M3-groei naar aanleiding van specifieke factoren

Het jaarlijkse groeicijfer van het ruime monetaire aggregaat M3 bedroeg in 2001 gemiddeld 5,5%, tegenover een gemiddelde groei van 4,9% in 2000. Na een aanzienlijke vertraging tussen de lente van 2000 en het begin van 2001 trok de groei van M3 in de loop van 2001 fors aan van een dieptepunt van 3,8% in maart tot 8,0% in december (zie Grafiek 2). Als gevolg van de uitgesproken versnelling van de M3-groei overschreed het voortschrijdend driemaands gemiddelde van het jaarlijkse M3-groeicijfer vanaf het tweede kwartaal van het jaar de referentiewaarde van 4½%. Het voortschrijdend driemaands gemiddelde van het jaarlijkse groeicijfer van M3 over de periode van oktober tot december 2001 bedroeg 7,8%, tegenover 4,1% in dezelfde periode van 2000.

De forse toename van de M3-groei in de loop van 2001 hangt samen met meerdere factoren. De stijging van de prijzen van energie en voedingsmiddelen verhoogde de behoefte van de economische subjecten aan transactiemiddelen, en de versnelling van M3 kan dan ook gedeeltelijk worden beschouwd als een correctie op de gematigde monetaire groei rond eind 2000 en begin 2001.

De invloed van deze twee factoren kan worden geïllustreerd aan de hand van maatstaven van liquiditeit, zoals de nominale en reële money gaps. In Grafiek 3 wordt de nominale money gap gemeten als het verschil tussen het effectieve niveau van M3 en het niveau van M3 dat zou zijn bereikt als de monetaire groei vanaf december 1998 gelijk was geweest aan de referentiewaarde (de basisperiode). De reële money gap wordt gedefinieerd als het verschil tussen het effectieve niveau van M3 gedefleerd met de HICP en het niveau van de reële M3 verkregen op basis van de potentiële productiegroei op middellange termijn en van

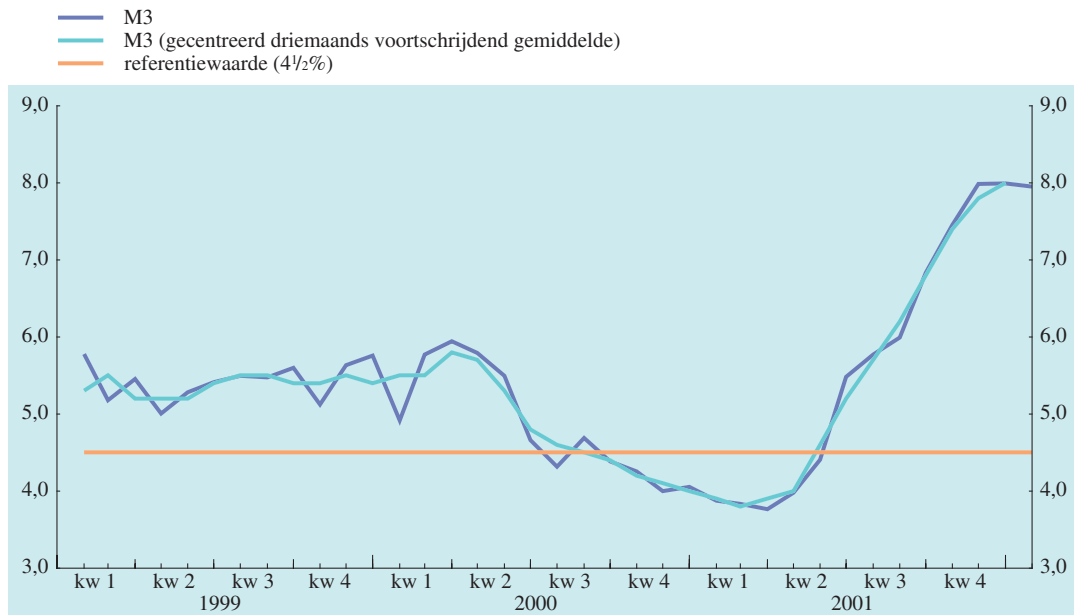
de trendwaarde van de inkomensomloopsnelheid van M3, opnieuw met december 1998 als basisperiode. Bij de interpretatie van de nominale en reële money gaps dient men er rekening mee te houden dat de basisperiode enigszins willekeurig werd gekozen. Zoals blijkt uit Grafiek 3, groeiden de twee maatstaven tussen begin 2000 en het tweede kwartaal van 2001 steeds verder uit elkaar. Deze discrepantie werd veroorzaakt door het oplopende inflatietempo tijdens deze periode, dat een weerspiegeling was van de hogere prijzen van energie en voedingsmiddelen. Het hieruit voortvloeiende hogere prijspeil leidde, in combinatie met de zwakke M3-groei, tot lage niveaus van de reële money gap eind 2000 en begin 2001, wat wees op een tekort aan M3 in die periode gemeten in reële termen. De stijging van de M3-groei in 2001 was derhalve wellicht voor een deel het gevolg van een inhaaleffect en van een sterkere dan vereiste vraag naar transactiemiddelen om de nominale geldkassen weer in overeenstemming te brengen met de gewenste niveaus.

Nog een andere factor die in 2001 leidde tot een toegenomen liquiditeitsvoorkeur bij de niet-MFI's binnen het eurogebied was de althans tot augustus relatief vlakke rendementscurve. Als gevolg hiervan bleven kortlopende activa die dicht tegen de geldmarktrente worden vergoed, tijdens het grootste gedeelte van 2001 een relatief grote aantrekkingskracht uitoefenen in vergelijking met langerlopende activa. Na verlagingen van de belangrijkste rentetarieven van de ECB werd de rendementscurve gaandeweg steiler vanaf het einde van de zomer van 2001. De hiermee gepaard gaande daling van de korte marktrentetarieven verlaagde de opportuniteitskosten voor het aanhouden van in M3 begrepen instrumenten, met name die zonder of met een lage vergoeding, zoals girale deposito's, in vergelijking met andere kortlopende activa die niet in M3 zijn vervat (b.v. schatkistpapier). Aldus was de daling van de korte rente een bijkomend element dat eind 2001 tot de hogere groei van M3 bijdroeg.

Grafiek 2

M3-groei en de referentiewaarde

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

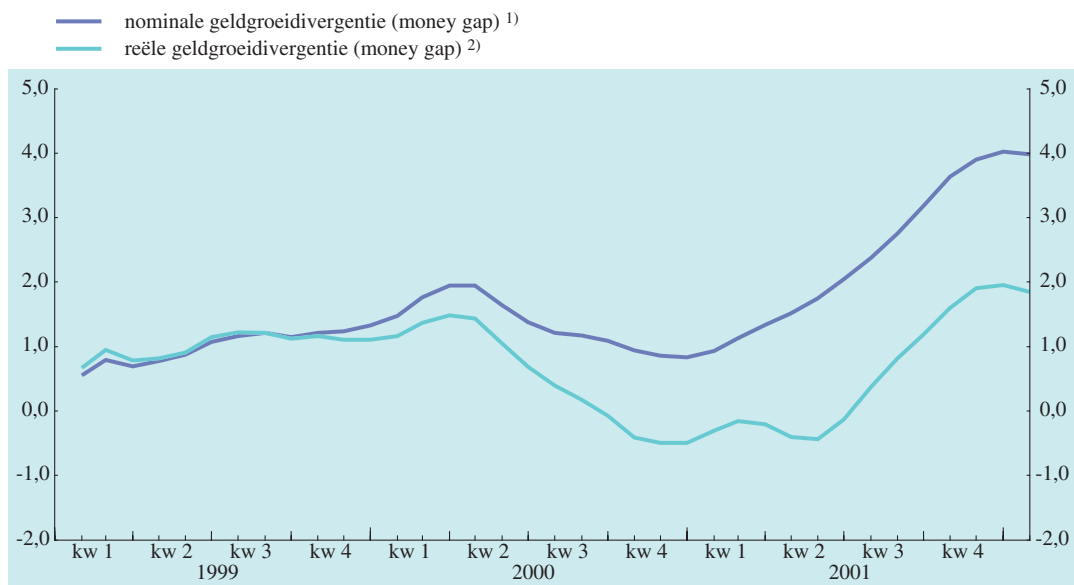


Bron: ECB.

Grafiek 3

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

(in procenten van M3; driemaands voortschrijdende gemiddelden)



Bron: ECB.

1) Verschil tussen het werkelijke niveau van M3 en het niveau dat overeenkomt met een monetaire groei in overeenstemming met de referentiewaarde, met december 1998 als basisperiode.

2) De nominale geldgroei-divergentie (money gap) minus de afwijking van de consumptieprijzen ten opzichte van de definitie van prijsstabiliteit, met december 1998 als basisperiode.

Tot slot lijkt het M3-beloop in 2001 ook te zijn beïnvloed door de ontwikkelingen op de aandelenmarkten. De aanhoudende zwakte van de mondiale aandelenmarkten tussen maart 2000 en september 2001 heeft allicht geleid tot een geleidelijke toename van het risicomijdende gedrag van de beleggers ten aanzien van het aanhouden van aandelen. Dit leidde op zijn beurt tot een herschikking in de samenstelling van de portefeuilles van de niet tot de MFI-sector behorende beleggers in het eurogebied van aandelen naar activa met een laag risicoprofiel. Later in het jaar leidde de aanzienlijke toename van de onzekerheid op de aandelenmarkten in de nasleep van de terreuraanslagen van 11 september eveneens tot een grotere vraag naar veilige en liquide activa.

Al met al leek de combinatie van genoemde factoren erop te wijzen dat de sterke monetaire dynamiek in 2001 niet moest worden overschat. Zolang deze factoren van tijdelijke aard waren, hoefde niet te worden gevreesd dat zij risico's voor de prijsstabiliteit op middellange termijn inhielden.

Uit een detailanalyse van het verloop van de componenten van M3 blijkt dat het twaalfmaandelijke mutatietempo van de chartale geldomloop in 2001 fors is afgenomen (zie Tabel 1). Deze ontwikkeling weerspiegelde in belangrijke mate het toenemende effect van de naderende overgang op de chartale euro (zie Kader 1 voor meer bijzonderheden). Daartegenover staat dat het jaarlijkse groeicijfer voor de girale deposito's dat gedurende de eerste vier maanden van 2001 erg matig was geweest, nadien sterk opveerde, vooral in de tweede helft van het jaar. Net zoals het geval is voor M3 in zijn geheel, kan de aantrekkelijke groei van de girale deposito's gedeeltelijk worden beschouwd als een "inhaaleffect" na de eerdere zwakke groei, en als een aanpassing aan het hogere prijspeil, in het bijzonder omdat het zeer liquide bestanddelen betreft die sterk gerelateerd zijn aan de economische transacties. Daarenboven zijn er aanwijzingen dat een aanzienlijk deel van het aangehouden chartale geld in girale deposito's is omgezet. De forse toename van de girale

deposito's, vooral vanaf september, had ook te maken met de grote onzekerheid op de financiële markten; de beleggers blijken immers girale deposito's te hebben aangewend als instrument voor de tijdelijke "stalling" van hun geld.

Het jaarlijkse groeitempo van de in M3 begrepen verhandelbare instrumenten is eveneens fors gestegen; in het laatste kwartaal van 2001 bereikt het 20,9%, tegenover 6,5% in het laatste kwartaal van het jaar voordien. Deze toename is waarschijnlijk in eerste instantie te wijten aan portefeuilleherschikkingen die hebben plaatsgevonden naar aanleiding van zowel de ontwikkelingen op de mondiale aandelenmarkten als de relatief vlakke rendementscurve in het eurogebied tijdens het grootste deel van het afgelopen jaar. Verhandelbare instrumenten zijn bijzonder geschikt om geld te stallen, omdat zij zeer liquide zijn en een laag risicoprofiel hebben, en omdat hun vergoeding nauw in de pas loopt met de marktrente en dus gewoonlijk hoger is dan die van kortlopende bankdeposito's. Binnen de verhandelbare instrumenten was vooral de stijging van het jaarlijkse groeitempo van de aandelen en participaties in geldmarktfondsen zeer sterk in het laatste kwartaal van 2001 (30,2% tegenover 1,8% in het laatste kwartaal van 2000).

Tot slot versnelde ook het groeitempo van de kortlopende deposito's met uitzondering van girale deposito's in 2001, wat aansluit bij de opwaartse trend die sinds begin 2000 was opgetekend. Deze toename maskeert echter de tegengestelde ontwikkelingen in de kortlopende spaardeposito's (d.w.z. deposito's met een opzegtermijn tot en met drie maanden) en de kortlopende termijndeposito's (d.w.z. deposito's met een vaste looptijd tot en met twee jaar). Terwijl het jaarlijkse mutatietempo van de kortlopende spaardeposito's een krachtig herstel vertoonde (van -4,9% in het laatste kwartaal van 2000 tot 5,0% in het laatste kwartaal van 2001), was er een aanzienlijke tempering van het groeicijfer op jaarbasis van de kortlopende termijndeposito's, die zich vooral in de tweede helft van het jaar deed gevoelen (van 12,6% in het laatste kwartaal

van 2000 tot 6,9% in het laatste kwartaal van 2001). Deze ontwikkelingen weerspiegelden het verloop van de bancaire rentevoeten voor deze componenten van M3, waardoor hun relatieve aantrekkingskracht veranderde. Zo is het verschil tussen de bancaire rentevoeten voor kortlopende termijndeposito's en kortlopende spaardeposito's sedert eind 2000 met 80 basispunten afgenomen tot 60 basispunten in december 2001, doordat de termijndeposito's nauwer aansloten bij de geleidelijke daling van de korte marktrente in de loop van 2001, en kortlopende spaardeposito's dienovereenkomstig relatief aantrekkelijker werden.

In januari 2002 daalde de jaarlijkse groei van M3 tot 7,9%, tegenover 8,0% de maand voordien. Het driemaands gemiddelde van het jaarlijkse groeitempo van het ruime monetaire aggregaat M3 steeg van 7,8% in de periode van oktober tot december 2001 tot 8,0% in de periode van november 2001 tot januari 2002. Deze toename verhulde echter een vertraging van de dynamiek van M3 op korte termijn, zoals aangegeven door een daling van het zesmaands groeitempo op jaarbasis tot

8,1%, na 8,7% in december en 9,7% in november 2001.

Vertraging van de kredietverlening aan de particuliere sector

Grafiek 4 biedt een overzicht van de ontwikkelingen van M3 en van zijn tegenposten in 2001. De grafiek maakt duidelijk dat de sterke stijging van de M3-groei gepaard is gegaan met een tanende (maar nog steeds relatief robuuste) groei van de kredietverlening, een gematigde groei van de langerlopende financiële passiva, en hogere netto externe activa. Dit steekt schril af tegen de situatie in 1999, toen de forse groei van M3 hand in hand ging met een hoge kredietgroei, een uitgesproken groei van de langlopende financiële passiva en een scherpe achteruitgang van de netto externe positie van de MFI's.

Een nadere analyse van vooreerst de kredietontwikkelingen leert dat het jaarlijkse groeitempo van de totale kredietverlening door MFI's aan ingezetenen van het eurogebied afgenomen is van 7,1% in 2000 tot 5,5% in 2001.

Tabel I

Componenten van M3

(mutaties in procenten per jaar; kwartaalgemiddelden)

	2000 kw 4	2001 kw 1	2001 kw 2	2001 kw 3	2001 kw 4	2002 jan.
<i>Voor seizoen- en kalendereffecten gecorrigeerd</i>						
M1	5,6	2,6	2,4	3,9	5,4	6,6
<i>waarvan:</i> chartale geldomloop	1,9	-1,2	-3,2	-7,5	-18,5	-26,2
<i>waarvan:</i> girale deposito's	6,4	3,4	3,5	6,3	10,3	13,2
M2 – M1 (= overige kortlopende deposito's)	2,2	3,4	4,4	4,9	5,8	6,8
M2	3,8	3,1	3,4	4,5	5,6	6,7
M3 – M2 (= verhandelbare instrumenten)	6,5	9,4	10,3	16,2	20,9	16,0
M3 ¹⁾	4,2	3,9	4,3	6,0	7,6	7,9
<i>Niet voor seizoen- en kalendereffecten gecorrigeerd</i>						
Chartale geldomloop	1,8	-1,3	-3,3	-7,4	-18,4	-26,1
Girale deposito's	6,4	3,3	3,9	6,2	10,1	13,1
Deposito's met een vaste looptijd tot en met twee jaar	12,6	15,3	14,0	10,9	6,9	4,1
Deposito's met een opzegtermijn tot en met drie maanden	-4,9	-4,7	-2,6	0,5	5,0	8,7
Repo's	10,3	20,7	15,5	20,5	19,7	3,0
Aandelen/participaties in geldmarktfondsen	1,8	5,4	11,2	20,5	30,2	35,2
Geldmarktpapier en schuldbewijzen met een looptijd tot en met twee jaar	12,1	6,3	1,3	0,9	2,2	-4,6

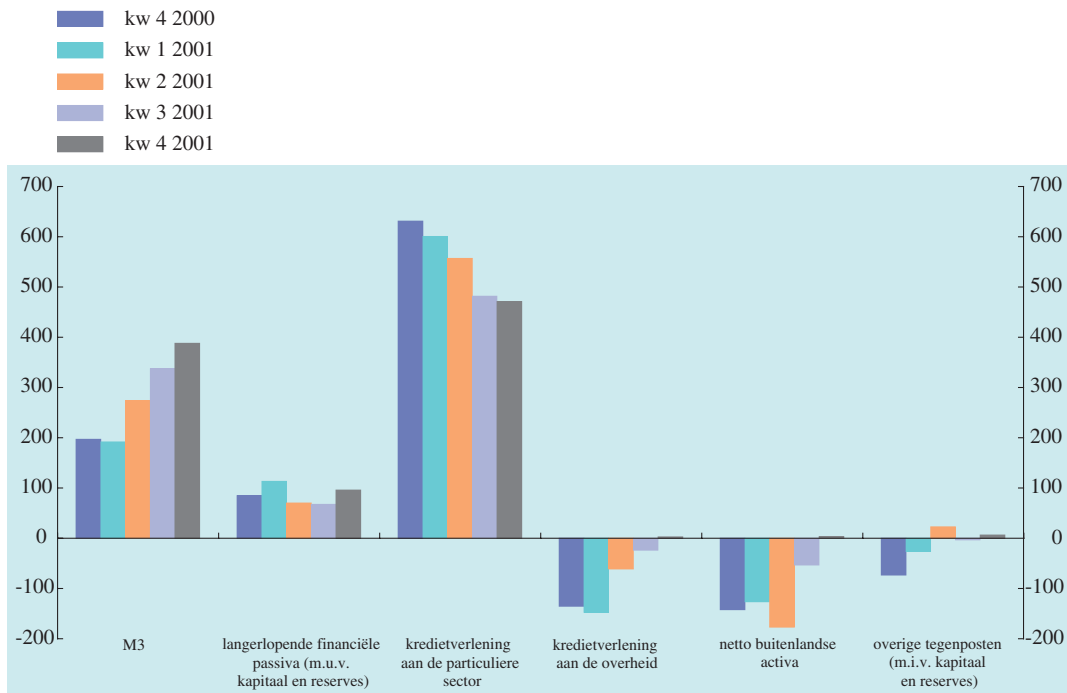
Bron: ECB.

1) Gecorrigeerd voor alle door niet-ingezetenen van het eurogebied aangehouden verhandelbare instrumenten.

Grafiek 4

Ontwikkeling M3 en tegenposten

(twaalfmaands stromen; EUR miljard; niet voor seizoen- en kalendereffecten gecorrigeerd)



Bron: ECB.

Daarachter gingen tegengestelde ontwikkelingen in de kredietverlening aan de overheid en aan de particuliere sector schuil.

De kredietverlening aan de overheid gaf in de loop van 2001 een krachtig herstel te zien, met enkel in het laatste kwartaal van het jaar een lichte afname op jaarbasis (0,5%), hetgeen contrasteert met de sterke daling op jaarbasis (7,0%) in het laatste kwartaal van 2000 (zie Tabel 2). Dit herstel kan wellicht ten dele aan de toenemende financieringsbehoeften van de overheid in het eurogebied worden toegeschreven, wat de verslechterende saldi op de overheidsbegrotingen weerspiegelt.

De groei op jaarbasis van de kredietverlening van MFI's aan de particuliere sector vertraagde daarentegen in de loop van 2001 tot 6,9% in het laatste kwartaal, tegenover 10,5% in het laatste kwartaal van 2000. Dit is te verklaren door de forse vermindering van het jaarlijkse groeitempo van de leningen aan de particuliere sector, dat van 9,6% in het laatste

kwartaal van 2000 zakte tot 6,5% in het laatste kwartaal van 2001. Uit de sectorale uitsplitsing op kwartaalbasis van de kredietverstrekking door MFI's van het eurogebied aan de niet-financiële particuliere sector, blijkt dat de groei van zowel de leningen aan niet-financiële ondernemingen als de leningen aan huishoudens in 2001 is afgenomen (zie Tabel 2). Binnen de leningen aan huishoudens was er een bijzonder forse achteruitgang in de groei van de consumptieve kredietverlening (van 7,8% in het laatste kwartaal van 2000 tot 3,7% in het vierde kwartaal van 2001). Dit was mogelijk te wijten aan de verslechtering van het consumentenvertrouwen in het eurogebied, evenals aan de vertraging van de economische activiteit in de loop van het jaar. De jaarlijkse groei van de woninghypotheken brokkelde af tot 6,6% in het vierde kwartaal van 2001, tegenover 8,6% in het laatste kwartaal van 2000. Deze achteruitgang lijkt deels in verband te staan met de minder uitbundige omstandigheden op de vastgoedmarkt in sommige landen van het eurogebied. Terzelf-

Tabel 2**Tegenposten van M3***(mutaties in procenten per jaar; kwartaalgemiddelden; niet voor seizoen- en kalendereffecten gecorrigeerd)*

	2000 kw 4	2001 kw 1	2001 kw 2	2001 kw 3	2001 kw 4	2002 jan.
Langerlopende financiële passiva (exclusief kapitaal en reserves)	3,6	3,8	3,1	2,2	2,8	2,9
Deposito's met een vaste looptijd van meer dan twee jaar	0,9	-0,1	-0,1	-0,4	-0,2	-0,0
Deposito's met een opzegtermijn van meer dan drie maanden	10,9	12,2	8,2	1,2	-5,7	-11,5
Schuldbewijzen met een looptijd van meer dan twee jaar	5,2	6,3	5,2	4,3	5,8	6,2
Kredietverlening aan ingezetenen van het eurogebied	6,0	5,6	5,4	5,6	5,2	5,3
Kredietverlening aan de overheid	-7,0	-7,3	-5,3	-1,9	-0,5	1,7
Effecten met uitzondering van aandelen	-10,5	-12,3	-8,2	-2,3	-0,5	4,3
Leningen	-1,9	-0,1	-1,3	-1,4	-0,8	-1,8
Kredietverlening aan overige ingezetenen van het eurogebied	10,5	9,8	8,8	7,8	6,9	6,3
Effecten met uitzondering van aandelen	17,8	18,7	23,4	24,3	24,0	24,2
Aandelen en participaties	17,5	13,6	7,9	4,5	3,1	3,5
Leningen	9,6	9,1	8,3	7,4	6,5	5,8
<i>PM: leningen naar sector (kwartaalultimo) ¹⁾</i>						
<i>Aan niet-financiële ondernemingen</i>	10,9	10,0	9,0	7,4	6,3	.
<i>Aan huishoudens</i>	7,4	6,6	6,3	6,0	5,3	.
<i>Consumptief krediet ²⁾</i>	7,8	4,5	5,2	3,6	3,7	.
<i>Woninghypotheken ²⁾</i>	8,6	8,3	7,7	7,8	6,6	.
<i>Overige leningen</i>	3,5	3,1	2,7	2,1	2,5	.

Bron: ECB.

- De veranderingspercentages zijn berekend op basis van stroomgegevens. De sectoren worden gedefinieerd overeenkomstig ESR 95. Voor meer informatie wordt verwezen naar de voetnoot bij Tabel 2.5 in "Statistieken voor het eurogebied" van het Maandbericht en de desbetreffende technische aantekeningen. Als gevolg van afrondingen kunnen verschillen optreden tussen sommige sub-totalen en hun componenten.*
- De definities van consumptief krediet en woninghypotheken stemmen niet overal in het eurogebied overeen.*

der tijd zou de aanhoudend relatief sterke vraag naar woninghypotheken te maken kunnen hebben met de vrij uitgesproken daling van de overeenkomstige bancaire rentetarieven in de loop van het jaar. Wat de niet-financiële ondernemingen betreft, viel het jaarlijkse groeitempo van de leningen aan deze ondernemingen terug van 10,9% in het laatste kwartaal van 2000 tot 6,3% in het vierde kwartaal van 2001. Deze ontwikkeling is gedeeltelijk toe te schrijven aan de tempering of verdwijning van specifieke factoren die het jaarlijkse groeitempo van de leningen aan ondernemingen in 2000 aanwakkerde, zoals de sterke fusie- en overnameactiviteit en de financiering van de UMTS-licenties. Bovendien is het waarschijnlijk dat de verzwakking van de economische groei een belangrijke rol heeft gespeeld bij de slinkende groei van de leningen aan ondernemingen.

Ook de gematigde groei van de langerlopende financiële passiva van de MFI-sector (met uit-

zondering van kapitaal en reserves) geeft aanwijzingen omtrent de voornoemde portefeuilleherschikkingen ten gunste van in M3 begrepen activa in 2001. Het jaarlijkse groeitempo van de langerlopende financiële passiva (met uitzondering van kapitaal en reserves) bedroeg 2,8% in het laatste kwartaal van 2001, hetgeen naar historische maatstaven uitzonderlijk laag was. Deze ontwikkeling weerspiegelde gedeeltelijk het feit dat de rendementscurve gedurende het grootste deel van 2001 betrekkelijk vlak was. Het kleinere ecart tussen het rendement op langerlopende financiële passiva en de vergoeding op kortlopende instrumenten heeft in 2001 de vraag naar langerlopende financiële passiva wellicht doen afnemen. Daarenboven lijken de onstandvastige omstandigheden op de financiële markten, vooral na de terreuraanslagen van september, te hebben bijgedragen tot een geringere vraag naar langerlopende activa, ook al lijkt het erop dat de groei van deze tegenpost in de laatste twee maanden van het

jaar enigszins aantrok. Deze ontwikkeling kan verband houden met het steilere beloop van de rendementscurve vanaf augustus, en met een normalisatie van de situatie op de financiële markten na de opflakkerende onzekerheid veroorzaakt door de terreuraanslagen van 11 september.

Tot slot viel er in 2001 een duidelijke verandering waar te nemen in het patroon van de netto externe activa van de MFI-sector. Na de sterke daling van de netto externe positie van de MFI's van het eurogebied in 1999 en 2000 (respectievelijk met € 196,6 miljard en

€ 142,3 miljard), namen de netto externe activa van de MFI's van het eurogebied in de 12 maanden tot december 2001 toe met € 3,0 miljard. Die aanzienlijke verbetering van de netto externe positie van de MFI's weerspiegelde vooral de hoge kapitaalimport door niet-MFI's in het eurogebied tijdens de periode van juni tot december 2001. Uit de gegevens van de betalingsbalans blijkt dat deze ontwikkeling verband houdt met de netto instroom uit hoofde van gecombineerde directe investeringen en effectentransacties en, in het bijzonder, met de instroom uit hoofde van het aandelenverkeer in het eurogebied.

Kader I

Weerslag van de overgang naar de chartale euro op de chartale geldomloop en op M3

De ontwikkelingen van de chartale geldomloop werden in de loop van 2001 sterk beïnvloed door het vooruitzicht van de overgang op de chartale euro op 1 januari 2002. Van december 2000 tot december 2001 daalde de chartale geldomloop met € 116 miljard, of 32,2%. Zoals blijkt uit de grafiek hieronder, is deze daling veel te scherp om te kunnen worden verklaard door de vertraging van de economische activiteit. In 11 van de 12 eurolanden werd in deze tijdspanne een inkrimping van de omvang van de chartale geldomloop vastgesteld.

Om de afname van de chartale geldomloop in de loop van 2001 te analyseren, kunnen twee afzonderlijke periodes worden onderscheiden: de eerste drie kwartalen van het jaar, en het laatste kwartaal. De belangrijkste oorzaak voor de krimpende chartale geldomloop in de eerste drie kwartalen van het jaar was waarschijnlijk het feit dat de economische subjecten van het eurogebied zich ontdeden van hun opgepote geld. Dit leidde met name tot een vermindering van het aantal grote coupures. De terugstroom van de door de euro vervangen nationale munteenheden vanuit het buitenland had nog een bijkomende weerslag. Dit effect is allicht bijzonder sterk geweest in Duitsland, omdat de circulatie van de Deutsche Mark buiten het eurogebied de grootste was van alle vervangen valuta's samen. De daling van de geldcirculatie was voor de Deutsche Mark immers beduidend groter dan voor de andere munteenheden die in de euro zijn opgegaan (de daling van de Deutsche Mark-circulatie bedroeg in december 2001 46,4% op jaarbasis, tegenover 25% voor de overige munteenheden samen).

In het laatste kwartaal van 2001, en vooral in december, was de inkrimping van de chartale geldomloop algemener, en betrof zij zowel de grote als de kleine coupures. Naast een vermindering van de door de huishoudens opgepote bankbiljetten en een terugstroom van door de euro vervangen nationale bankbiljetten vanuit het buitenland, zijn mogelijk ook de contante middelen voor transactiedoeleinden enigszins afgenomen in het vooruitzicht van de overgang op de chartale euro. Bovendien zijn er aanwijzingen dat de terugstroom van bankbiljetten in de nationale valuta's van de eurolanden vanuit het buitenland, en vooral van in Deutsche Mark luidende bankbiljetten, tegen het einde van 2001 nog is aangezwollen.

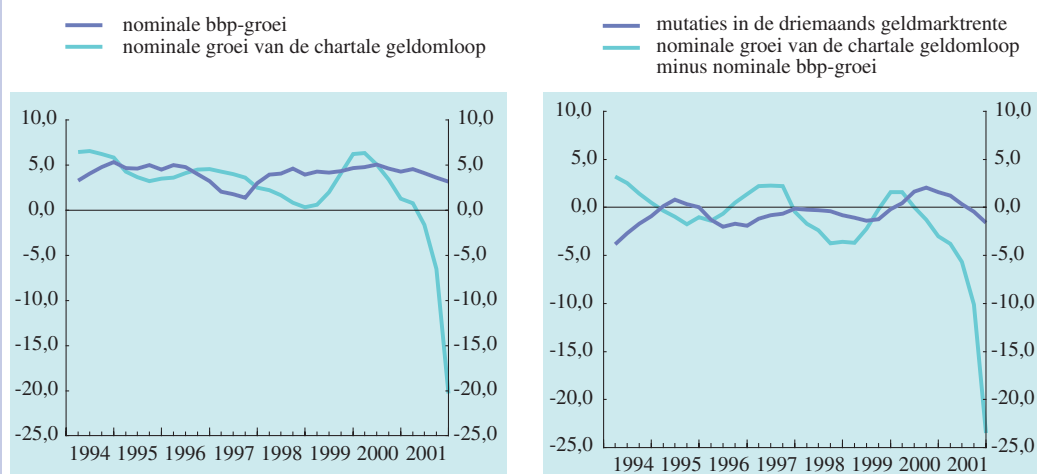
De inkrimping van de chartale geldomloop in de loop van 2001 lijkt te hebben geleid tot belangrijke substituties tussen baar geld en kortlopende deposito's binnen M3. In concreto is het groeitempo van de girale deposito's, die het meest voor de hand liggende substituuft voor baar geld vormen, in de loop van 2001 toegenomen. Ondanks de aanzienlijke inkrimping van de chartale geldomloop kan men bijgevolg veronderstellen dat de weerslag van de overgang op de chartale euro op de monetaire aggregaten, vooral M3, klein is geweest.

Met de overgang op de chartale euro is nogmaals het belang aan het licht gekomen van het gebruik van baar geld als beleggingsmiddel en van de chartale-geldtegoeden die door niet-ingezetenen worden aangehouden. De

gegevens over de verstrekking van eurobankbiljetten aan ingezetenen en niet-ingezetenen, die begin 2002 beschikbaar kwamen, geven een voorlopige aanwijzing omtrent de vraag naar eurobankbiljetten vanwege niet-ingezetenen. De gegevens omtrent de verschillende kanalen voor de initiële verdeling van bankbiljetten aan niet-ingezetenen van het eurogebied (frontloading via de NCB's van het eurogebied, sub-frontloading en verdeling van bankbiljetten via de kredietinstellingen van het eurogebied) geven aan dat de initiële distributie van bankbiljetten en muntstukken aan niet-ingezetenen van het eurogebied eind december 2001 € 5 miljard bedroeg, d.w.z. 4% van het totale verdeelde bedrag. Er zijn nog andere aanwijzingen dat een vergelijkbaar bedrag in januari 2002 aan niet-ingezetenen van het eurogebied werd verstrekt.

Chartale geldomloop, bbp en opportunitetskosten

(jaarverschillen in procentpunten of mutaties in procenten per jaar)



Bron: ECB.

2.2 Financiële markten

Voortgezette groei van uitgegeven schuldbewijzen

In 2001 is de markt van schuldbewijzen uitgegeven door ingezetenen van het eurogebied blijven groeien, tegen een ietwat hoger tempo dan in 2000. Het uitstaande bedrag aan schuldbewijzen nam van eind 2000 tot eind 2001 met meer dan 7% toe, in vergelijking met een groei van net iets minder dan 7% in 2000. Die ontwikkeling berustte in 2001 op een toename van het uitstaande bedrag aan kortlopende schuldbewijzen met 5,5%, tegenover een toename met 4% in 2000, en op een toename met 7,3% van het uitstaande bedrag aan langlopende uitgaven, tegenover een groei met 7% in 2000. De langlopende schuldbewijzen namen het leeuwendeel van het totale bedrag aan uitstaande schuldbewijzen voor hun reke-

ning, en vertegenwoordigden per ultimo 2001 meer dan 90% van het totale uitstaande bedrag. Dit aandeel is sinds 1997 stabiel gebleven. Terzelfder tijd vertegenwoordigde de uitgifte van kortlopende schuldbewijzen zowat 75% van de totale bruto-uitgifte in 2001; dat is een sterke stijging in vergelijking met het gemiddelde aandeel van de kortlopende uitgifte in de jaren negentig.

De uitgifteactiviteit is in 2001 in alle sectoren gegroeid, behalve in de MFI-sector. Zowel in termen van uitstaande bedragen als van uitgifte bleven de overheid en de MFI-sector de effectenmarkt voor in euro luidende schuld domineren, maar de groei op de markt was toe te schrijven aan de aanhoudend sterke emissie door de particuliere, niet tot de MFI's behorende sector (zie Grafiek 5). De achteruitgang van de uitgifteactiviteit van de MFI-sector lijkt grotendeels te zijn veroorzaakt

door de terugvallende kredietvraag vanwege de particuliere niet-financiële sector tegen de achtergrond van de afnemende economische activiteit, alsmede door de stijgende instroom van deposito's naar de MFI's (zie Paragraaf 2.1).

De jaarlijkse aanwas van het totale uitstaande bedrag aan door de overheid uitgegeven schuldbewijzen trok aan van 2,6% eind 2000 tot 3,6% eind 2001. Dit weerspiegelde de toegenomen financieringsbehoeften in de overheidssector in 2001, in het bijzonder buiten de centrale overheid, op de regionale en lokale niveaus.

In de particuliere, niet tot de MFI's behorende sector liep het uitstaande bedrag aan in euro luidende schuldbewijzen uitgegeven door niet-financiële instellingen in 2001 op met ongeveer 18%, tegenover een groei van 17% in 2000, terwijl de uitgifte door niet-monetaire financiële instellingen in 2001 met ongeveer 41% toenam, tegenover 28% in 2000. Deze forse toename van de groei van de uitgifte van schuldbewijzen in de particuliere niet tot de MFI's behorende sector vond plaats tegen de achtergrond van een teruglo-

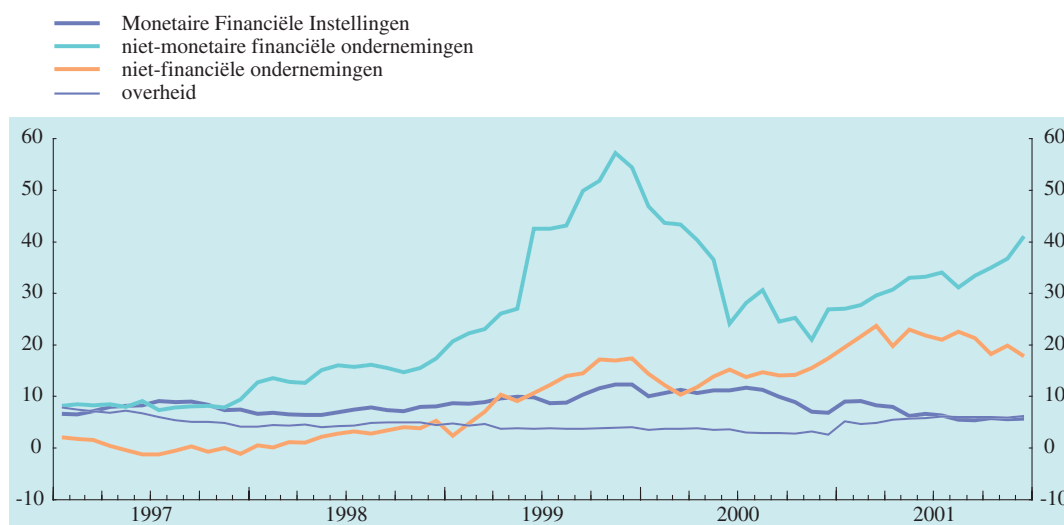
pende economische groei in het eurogebied en toenemende "spreads" voor schuldbewijzen van bedrijven in 2001, vooral voor emittenten met een lagere rating.

De hoge uitgifteactiviteit van de particuliere, niet tot de MFI's behorende sector was te wijten aan een samenloop van factoren. In de bedrijfssector van het eurogebied vonden in 2001 nog steeds in gestaag tempo herstructureringen plaats, ondanks enige tempering ten opzichte van 1999 en de eerste helft van 2000. Bovendien waren de rentevoeten naar historische maatstaven relatief laag. Het grotere beroep op financiering via schuldbewijzen is mogelijk ook deels te wijten aan de ietwat lagere bedrijfswinsten en de minder gunstige financieringsvoorwaarden op de aandelenmarkt wegens de hoge volatiliteit en de afbrokkende aandelenkoersen in 2001. Daarenboven heeft de invoering van de euro een gunstig, zichzelf versterkend proces op gang gebracht waarbij een stijging van het aantal emittenten een ruimere markt tot stand brengt en hierdoor meer emittenten aantrekt. Dat proces zette in 2001 door, naarmate de grotere marktdiepte en -liquiditeit aan particuliere emittenten steeds betere voorwaarden

Grafiek 5

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

(mutaties in procenten per jaar)



Bron: ECB.

Toelichting: Vanaf 1 januari 2001 omvatten de gegevens van het eurogebied Griekenland.

boden om een beroep te doen op de kapitaalmarkten van het eurogebied. In 2001 werd de markt steeds aantrekkelijker voor een gestaag groeiend aantal particuliere emittenten, zodat een bredere waaier van industriële sectoren steeds vaker zijn toevlucht ging nemen tot directe financiering door de uitgifte van schuldbewijzen, hoewel met name de telecommunicatiesector en de automobielsector de uitgiftemarkt bleven overheersen.

Als gevolg van deze ontwikkelingen is het aandeel van het uitstaande bedrag aan door niet-monetaire financiële en niet-financiële ondernemingen uitgegeven schuldbewijzen toegenomen van 9,8% per ultimo 2000 tot 11,5% per ultimo 2001, aldus de trend van de afgelopen jaren voortzettend (zie Tabel 3). Het aandeel van de MFI-sector in de omloop van in euro luidende schuldbewijzen is teruggelopen van 37,4% eind 2000 tot 36,5% eind 2001. Dienovereenkomstig is ook het aandeel van in euro luidende overheidseffecten afgenomen, namelijk van 52,9% eind 2000 tot 52,0% eind 2001.

Tabel 3
Sectoraal aandeel van de uitstaande bedragen van in euro luidende schuldbewijzen uitgegeven door ingezetenen van het eurogebied
(procenten; per ultimo)

	1998	1999	2000	2001
MFI's	35,8	37,0	37,4	36,5
Particuliere sector met uitzondering van MFI's	7,2	8,5	9,8	11,5
Overheid	57,0	54,5	52,9	52,0

Bron: ECB.
 Toelichting: Vanaf 1 januari 2001 omvatten de gegevens van het eurogebied Griekenland.

Het aandeel van de bruto-uitgifte van in euro luidende schuldbewijzen door ingezetenen van het eurogebied als percentage van de uitgifte van alle valuta's stabiliseerde zich net onder de 93% in 2001. De euro bleef ook een aantrekkelijke valuta voor internationale emittenten, en het uitstaande bedrag aan in euro luidende schuldbewijzen uitgegeven door niet-ingezetenen van het eurogebied groeide in 2001 met ongeveer 17%, minder dan het hoge groeitempo van 26,3% dat in 2000 was opgetekend.

Daling van de geldmarktrente in de pas met de ECB-rente in 2001

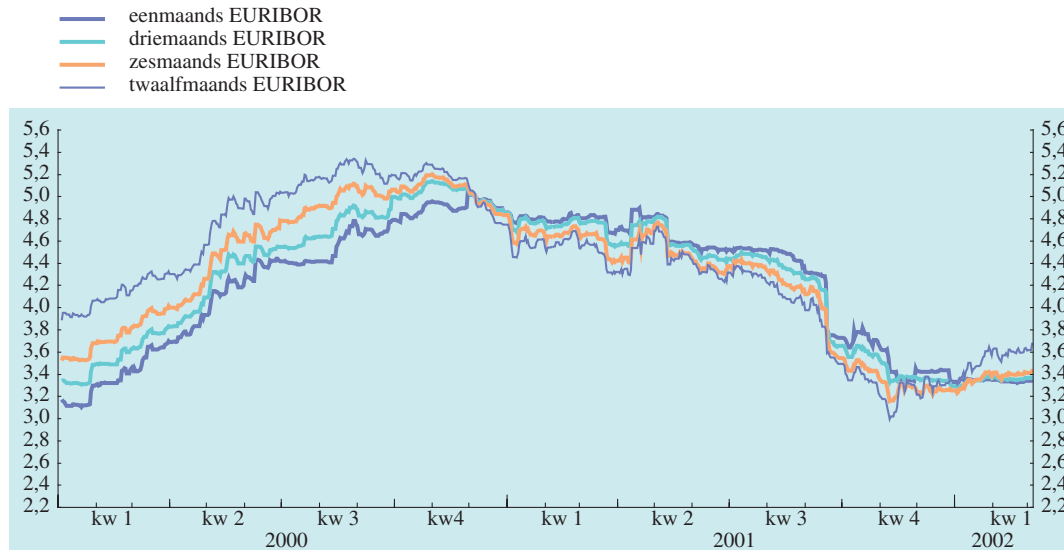
De geldmarktrentetarieven zijn in de loop van 2001 fors teruggelopen, in het verlengde van de sinds de herfst van 2000 ingezette trend. Dit weerspiegelt de verlaging van de belangrijkste rentetarieven van de ECB met een totaal van 150 basispunten in 2001, die in de loop van het jaar in vier stappen werd doorgevoerd. De afname van de geldmarktrente in 2001 was in het begin van het jaar niet volledig ingeschat door de markten. Dit kan worden afgeleid uit het verschil tussen de eenmaands en de twaalfmaands rente in het begin van het jaar, dat minder dan 20 basispunten bedroeg, wat erop wijst dat de marktdeelnemers slechts een beperkte verlaging van de geldmarktrente verwachtten in de loop van 2001 (zie Grafiek 6). Begin januari 2001 verwachtten de marktdeelnemers meer bepaald een afname van de driemaands geldmarktrente met ongeveer ½ procentpunt in de loop van het jaar, overeenkomstig de impliciet in EURIBOR futurescontracten begrepen rentetarieven. De verwachtingen ten aanzien van een verlaging van de geldmarktrente in de loop van het jaar namen toe naarmate de binnenkomende informatie steeds nadrukkelijker wees in de richting van een afname van de inflatoire druk.

Het peil van de daggeldrente, afgemeten aan de EONIA, had de neiging om het patroon van de minimale inschrijvingsrente van de basis-herfinancieringstransacties van het Eurosysteem te weerspiegelen. De volatiliteit van de EONIA was over het algemeen laag en trad met name op tegen het einde van de reserve-aanhoudingsperiodes wanneer de minimumreserveverplichtingen bindend werden voor het bankwezen. De belangrijkste uitzonderingen volgden na situaties van ontoereikende inschrijvingen op de basis-herfinancieringstransacties door de tegenpartijen van het Eurosysteem. Dergelijke situaties deden zich voor in februari, april, oktober en november. Ook na de terreuraanslagen van september steeg de EONIA tijdelijk, omdat de marktdeelnemers steeds meer de neiging vertoonden om overliquiditeit aan te houden.

Grafiek 6

Korte rente in het eurogebied

(procenten per jaar; daggegevens)



Bron: Reuters.

Twee “fine-tuning”-transacties die door het Eurosysteem werden uitgevoerd, droegen echter bij tot het herstel van de normale marktvoorwaarden op de daggeldmarkt (zie Hoofdstuk II). Daarenboven had de EONIA de neiging om enigszins aan te trekken op de laatste handelsdag van elke maand, als reactie op het feit dat de financiële instellingen hun balansen op die tijdstippen aanpasten. Net zoals de voorgaande jaren was dit fenomeen het meest uitgesproken bij de jaarwisseling. Begin 2002 deed de overgang op de chartale euro enige twijfel rijzen ten aanzien van de liquiditeitssituatie, maar de volatiliteit van de EONIA bleef beperkt en de normale situatie werd hersteld na twee “fine-tuning”-transacties van het Eurosysteem.

In de eerste helft van 2001 daalden de geldmarktrentetarieven voor alle looptijden iets sterker dan de belangrijkste rentetarieven van de ECB, die in mei met 25 basispunten werden verlaagd tengevolge van grotere verwachtingen ten aanzien van een verdere verruiming van het monetaire beleid in de tweede helft van 2001. In de periode na het besluit van de Raad van Bestuur van 10 mei stabiliseerden de geldmarktrentetarieven voor een looptijd tot en met één maand zich grotendeels, ter-

wijl die voor langere looptijden enigszins bleven dalen.

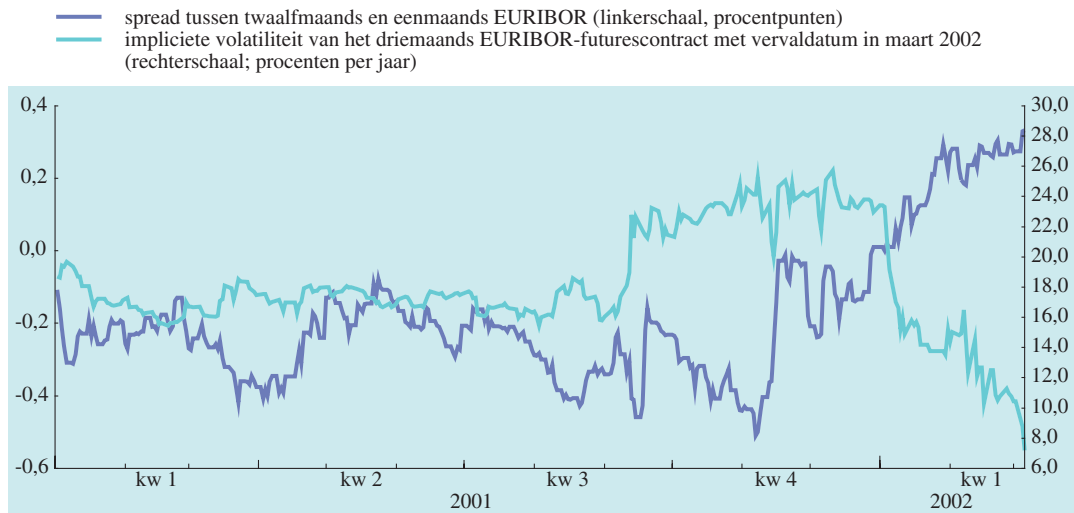
In augustus was er opnieuw een neerwaartse tendens voor alle looptijden; dit weerspiegelde de hogere verwachtingen onder de marktdeelnemers dat de ECB haar belangrijkste rentetarieven zou verlagen naarmate er alsnog meer aanwijzingen waren voor een afname van de inflatoire druk op middellange termijn. De Raad van Bestuur verlaagde de belangrijkste rentetarieven van de ECB met 25 basispunten op 30 augustus.

De geldmarktrente daalde nog verder in de dagen na de terreuraanslagen van 11 september, omdat de marktdeelnemers verwachtten dat deze gebeurtenissen een weerslag zouden hebben op het economische vertrouwen en op de vooruitzichten voor de prijsstabiliteit. In samenhang met eenzelfde besluit van het Federal Open Market Committee van het US Federal Reserve System besloot de Raad van Bestuur op 17 september de belangrijkste rentetarieven van de ECB te verlagen met 50 basispunten. De volatiliteit van de driemaands EURIBOR afgeleid uit opties op futurescontracten steeg aanzienlijk na de terreuraanslagen, hetgeen wees op een toenemend gevoel

Grafiek 7

Helling van de geldmarktrendementscurve en impliciete volatiliteit afgeleid van opties op driemaands EURIBOR-futurescontracten

(daggegevens)



Bronnen: Reuters en Bloomberg.

van onzekerheid vanwege de marktdeelnemers omtrent de economische vooruitzichten (zie Grafiek 7). Na de beslissing van de Raad van Bestuur om de belangrijkste rentetarieven van de ECB op 8 november met 50 basispunten te verlagen, stabiliseerde de impliciete volatiliteit zich echter grotendeels, om nadien weer fors te gaan zakken.

In november kwam de neerwaartse beweging van de rentetarieven tot stilstand en vertoonde de geldmarktrente voor de langere looptijden de neiging om te stijgen, een weerspiegeling van de verwachtingen van de financiële markten ten aanzien van een geleidelijk herstel in het eurogebied. Zo werd de neerwaartse helling van de geldmarktrendementscurve, gemeten als het verschil tussen de twaalfmaands en de eenmaands rente, afgevlakt (zie Grafiek 7). Per ultimo 2001 bedroegen de eenmaands en de twaalfmaands geldmarktrente respectievelijk 3,33% en 3,34%, beide ongeveer 1½ procentpunt lager dan een jaar voordien.

Begin 2002 stegen de geldmarktrentetarieven. De stijging was het meest uitgesproken voor de langere looptijden. Als gevolg hiervan werd de helling van de geldmarktrendementscurve positief.

De rendementen op de langlopende obligaties van het eurogebied veranderden globaal genomen weinig in 2001

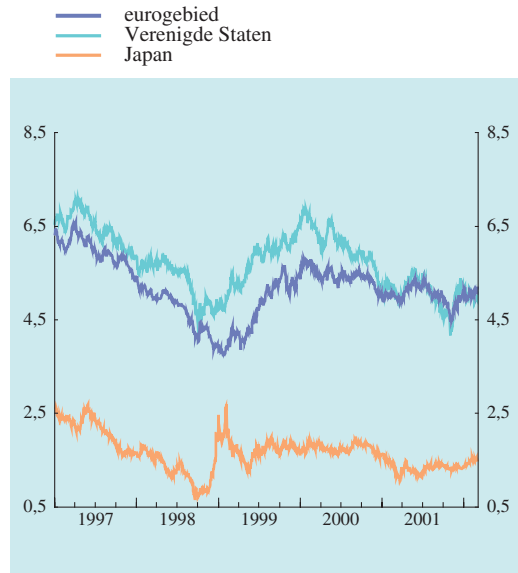
In 2001 was zowel in het eurogebied als in de Verenigde Staten de lange rente onderhevig aan enkele schommelingen. Globaal genomen, veranderde zij echter weinig tussen eind 2000 en begin 2001. In het eurogebied en de Verenigde Staten bedroeg het gemiddelde rendement op tienjaars overheidsobligaties eind 2001 ongeveer 5,1% (zie Grafiek 8 (a)). Het ecart tussen het rendement op tienjaars obligaties in de VS en het eurogebied – dat in 2000 aanzienlijk was vernauwd – bleef gedurende heel 2001 in de buurt van nul zweven, maar werd in de nasleep van de terreuraanslagen van 11 september negatief en viel tijdelijk terug tot een dieptepunt van ½ procentpunt (zie Grafiek 8 (b)). In tegenstelling tot de ontwikkelingen op het vlak van de lange-termijnrente, daalden de rendementen op obligaties op korte en middellange termijn in 2001 fors in beide economieën, een gevolg van de mondiale vertraging van de economische activiteit.

In de Verenigde Staten ging de lange-termijnrente in de loop van 2001 op en neer, hoewel

Grafiek 8

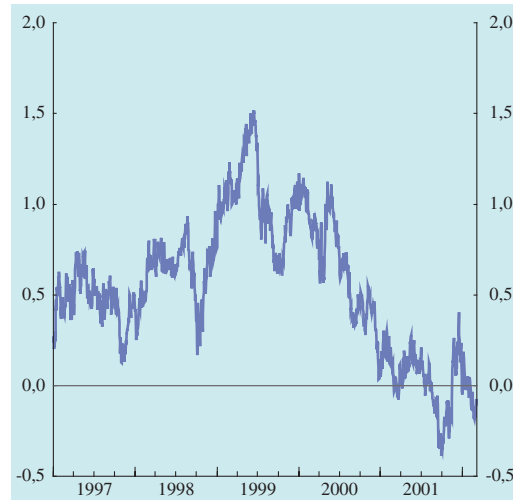
(a) Rendementen op langlopende overheidsobligaties in het eurogebied, de Verenigde Staten en Japan

(procenten per jaar; daggegevens)



(b) Renteververschil op 10 jaar tussen de Verenigde Staten en het eurogebied

(procenten per jaar; daggegevens)



Bron: Reuters.

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

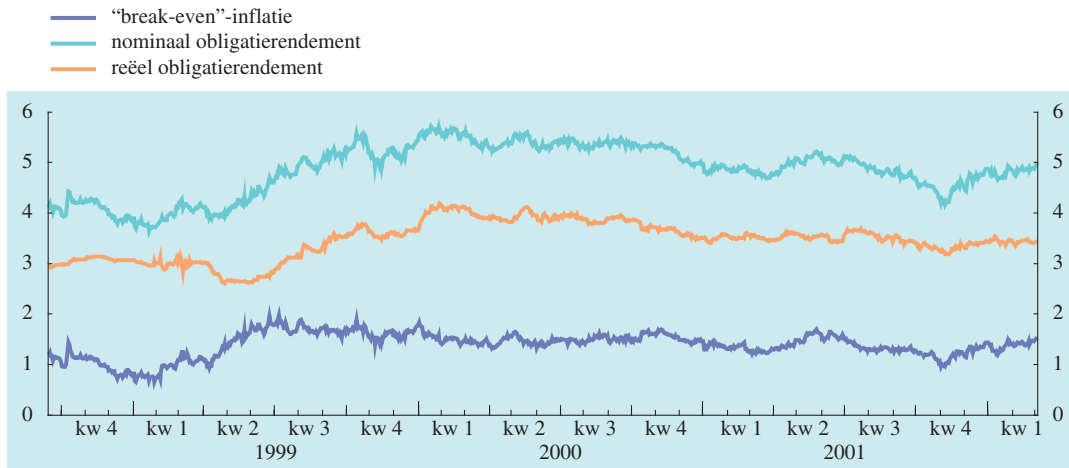
zij al met al weinig verandering vertoonde tussen eind 2000 en eind 2001, terwijl de Amerikaanse economie afgleed naar een recessie. De aanhoudende vertraging van de economische activiteit tegen een achtergrond van beheerste inflatoire druk bracht een aanzienlijke monetaire verruiming teweeg vanwege het Federal Reserve System, dat zijn doelstelling voor de federal funds-rente stapsgewijs met in totaal 475 basispunten verlaagde in de loop van 2001. Dit leidde tot een beduidend steiler beloop van de rendementscurve, dat een afspiegeling was van het optimisme van de marktdeelnemers omtrent het vermogen van de Amerikaanse economie om sneller dan verwacht te herstellen van de recessie. Ondanks dit algemene optimisme veranderde het beleggerssentiment ten aanzien van de ernst van de recessie en het verwachte begin van het herstel grondig in de loop van het jaar, hetgeen aanleiding gaf tot de voornoemde schommelingen in de lange-termijnrente. Tussen medio maart en eind mei is het rendement op de langlopende obligaties bij-

voorbeeld vrij fors gestegen als gevolg van het groeiende optimisme van de marktdeelnemers omtrent een snelle opleving van de economische activiteit en de daarmee samenhangende inflatievrees. Daarna volgde een periode waarin de beleggers pessimistischer leken te worden omtrent de groeivoorzichten. Dit pessimisme werd nog versterkt door de terreuraanslagen van begin september. De sterke daling van de lange-termijnrente na de aanslagen was bovendien voor een groot deel toe te schrijven aan portefeuilleherschikkingen van aandelen naar langlopende overheidsobligaties, die verband hielden met de tijdelijk toegenomen voorkeur van de beleggers voor relatief veilige en liquide activa. Deze rendementsdalingen werden vervolgens omgebogen na een normalisatie van de marktomstandigheden en enig positief nieuws over de Amerikaanse economie, die het vertrouwen van de marktdeelnemers in een relatief snelle opleving herstelden.

Grafiek 9

Reële rente en “break-even”-inflatie berekend voor de Franse CPI

(procenten, daggegevens)



Bronnen: Het Franse Ministerie van Financiën, ISMA en Reuters.

Toelichting: De reële obligatierendementen zijn afgeleid van de beurskoersen van de aan de Franse CPI (m.u.v. tabaksprijzen) geïndexeerde Franse obligaties die in 2009 vervallen. De nominale obligatierendementen zijn afgeleid van de beurskoersen van Franse vastrentende obligaties die eveneens in 2009 vervallen.

In Japan bleef het rendement op langlopende overheidsobligaties in 2001 min of meer losgekoppeld van de buitenlandse renteontwikkelingen, wat de specifieke economische toestand in dit land weerspiegelde. Globaal genomen, nam het rendement van de Japanse tienjaars overheidsobligaties tussen eind 2000 en eind 2001 met ongeveer 30 basispunten af tot een niveau van zowat 1,4%. Deze daling hield verband met de snelle en gestage verslechtering van de economische activiteit in 2001, en de aanhoudende deflatoire tendensen in Japan, die blijkbaar de groei- en inflatievooruitzichten van de marktdeelnemers voor de lange termijn aantastten. Tegen deze achtergrond is de Bank of Japan in maart 2001 een beleid gaan voeren van kwantitatieve monetaire verruiming met de bedoeling ruime liquiditeit te verschaffen en de korte rente dicht bij nul percent te houden. In het tweede semester van 2001 daalde het rendement op langlopende obligaties niet verder, wat de toenemende bezorgdheid van de marktdeelnemers weerspiegelde omtrent het hoge uitgifteniveau en de verlaagde kredietratings van de Japanse overheidsschuld.

In het eurogebied spoorden de ontwikkelingen van de obligatierendementen grotendeels

met die in de Verenigde Staten. Dit wijst erop dat gemeenschappelijke, mondiale factoren – in het bijzonder de wereldwijde vertraging van de economische groei en de onzekerheid naar aanleiding van de terreuraanslagen van 11 september – de voornaamste stuwende krachten waren achter de rentebewegingen in beide economieën, wat trouwens ook werd bevestigd door de ontwikkelingen op de aandelenmarkten (zie Kader 2). De bewegingen van de langlopende rente waren echter veel minder uitgesproken en minder volatiel in het eurogebied, wat een indicatie vormde voor de stabielere marktverwachtingen omtrent de groei en inflatie in het eurogebied in vergelijking met de Verenigde Staten. Vooral de verwachtingen van de marktdeelnemers omtrent de inflatie op lange termijn, zoals weerspiegeld in de “break-even”-inflatie – berekend als het verschil tussen het nominale rendement op Franse tienjaars overheidsobligaties en het reële rendement op Franse tienjaars geïndexeerde obligaties (gekoppeld aan de Franse consumptieprijnsindex) – veranderden maar weinig in 2001, en bleven op een relatief laag peil staan (zie Grafiek 9). Dit wijst erop dat de marktdeelnemers erop vertrouwden dat de ECB op de middellange termijn de prijsstabiliteit zou handhaven in het eurogebied.

Het reële rendement op Franse tienjaars geïndexeerde obligaties bleef nagenoeg onveranderd tussen eind 2000 en eind 2001. Dit geeft aan dat ook de verwachtingen van de beleggers omtrent de gemiddelde reële groei op lange termijn weinig zijn veranderd in deze periode. In dit verband zou de rendementscurve kunnen worden beschouwd als een aanwijzing dat de marktdeelnemers eind 2001 een relatief snel herstel van de economie van het eurogebied verwachtten. De helling van de rendementscurve in het eurogebied, afgemeten aan het verschil tussen het rendement op tienjaars obligaties en de driemaands EURIBOR, is inderdaad steiler geworden als gevolg van de daling van de geld-

marktrente. Ze klom op van een nagenoeg vlak niveau in december 2000 tot ongeveer 180 basispunten per ultimo 2001.

In de periode van eind december 2001 tot 5 maart 2002 stegen de rendementen op tienjaars overheidsobligaties in het eurogebied lichtjes tot een niveau van ongeveer 5,2%. Door het feit dat de rendementen op langlopende obligaties in de Verenigde Staten grotendeels stabiel bleven in dezelfde periode, vernauwde het verschil tussen de rendementen op tienjaars overheidsobligaties in de Verenigde Staten en het eurogebied enigszins, en bedroeg het ongeveer -10 basispunten op 5 maart 2002.

Kader 2

Tijdens het grootste deel van 2001 bestond er tussen de obligatierendementen en de aandelenkoersen van het eurogebied een positieve correlatie

Doorgaans zijn de wekelijkse veranderingen van de rendementen op langlopende obligaties en de aandelenkoersen van het eurogebied negatief gecorreleerd. Dit is te wijten aan het feit dat, wanneer de obligatierendementen dalen in een situatie van stabiele inflatieverwachtingen, de toekomstige dividend- en winstverwachtingen minder sterk moeten worden verdisconteerd. Dit betekent dat de aandelenkoersen – die in evenwichtssituatie overeenstemmen met de geactualiseerde huidige waarde van alle toekomstige cashflows naar de beleggers – zouden moeten stijgen indien de dalende obligatierendementen te wijten zijn aan dalende reële rentetarieven, bij overigens gelijkblijvende omstandigheden. Tijdens het grootste deel van 2001 evolueerden de lange rente en de aandelenkoersen in het eurogebied echter in dezelfde richting. Zo spoorde, ongeveer van maart tot de terreuraanslagen van september in de Verenigde Staten, de ontwikkeling van de rendementen op tienjaars obligaties grotendeels met de EURO STOXX-prijsindex (zie de verderop volgende grafiek). De aandelenkoersen en obligatierendementen reageerden daarentegen totaal verschillend op de terreuraanslagen, waarbij de aandelenkoersen aanvankelijk daalden en vervolgens enkele weken eerder dan de obligatierendementen weer opveerden. Hoewel hun wekelijkse onderlinge correlatie daardoor van medio september tot begin november gedurende enige tijd negatief werd, was de correlatie globaal genomen positief in 2001.

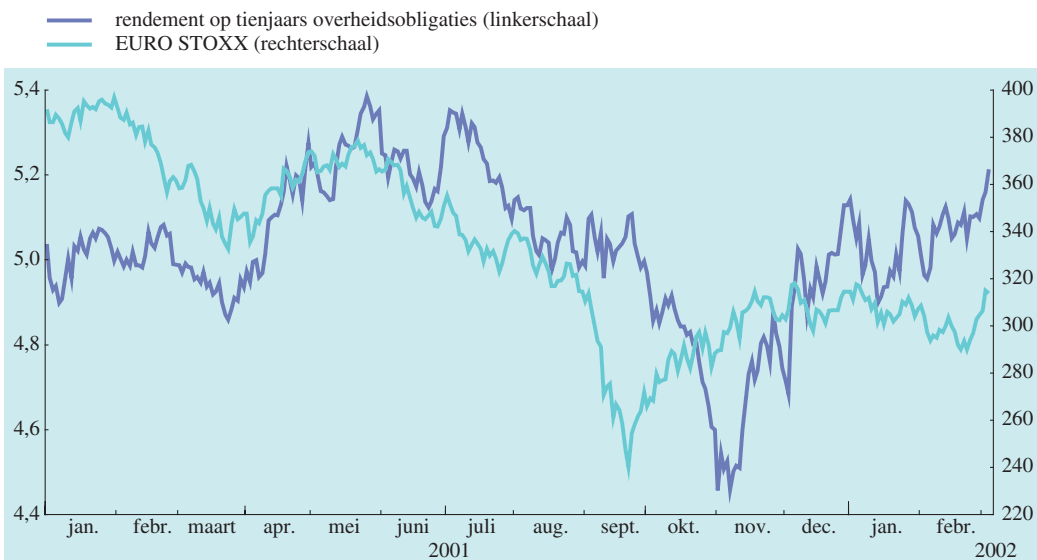
Over het algemeen wordt de samenhang tussen het beloop van de obligatierendementen en dat van de aandelenkoersen bepaald door de relatieve veranderingen in de fundamentele economische factoren die de obligatierendementen en aandelenkoersen gedurende een bepaalde periode aansturen.

De lange rente hangt af van de verwachte korte rente over de resterende looptijd van de obligatie, evenals van een obligatiegebonden risicopremie. Deze risicopremie compenseert op haar beurt de beleggers voor het risico van veranderingen in de obligatiekoersen vóór de vervaldag van de obligatie. Deze risicopremie zal doorgaans hoger zijn naarmate de looptijd van de obligatie langer is. Vermits de korte rente de huidige koers van het monetaire beleid weerspiegelt, die op haar beurt afhankelijk is van de waargenomen inflatoire druk en de verwachte ontwikkeling van de economische activiteit, weerspiegelt de lange rente in wezen de lange-termijnverwachtingen van de marktdeelnemers inzake groei en inflatie.

In principe weerspiegelen de aandelenkoersen de geactualiseerde huidige waarde van de toekomstige dividenden. Derhalve behoren de verwachtingen omtrent de toekomstige bedrijfswinsten tot de belangrijkste factoren die de aandelenkoersen bepalen. De discontovoet kan worden opgesplitst in de huidige en de verwachte korte rente en een risicopremie voor aandelen. Deze laatste vergoedt niet alleen de beleggers voor het impliciete vo-

Rendementen op obligaties en aandelenkoersen in het eurogebied

(rendementen op obligaties in procenten per jaar; daggegevens)



Bron: Reuters.

Toelichting: De obligatierendementen zijn gemiddelde rendementen op tienjaars overheidsobligaties voor het eurogebied. De aandelenkoersen worden afgemeten aan de Dow Jones EURO STOXX prijsindex.

latiliteitsrisico van de aandelenkoersen, maar weerspiegelt tevens de houding van de beleggers ten aanzien van dergelijke risico's (risicovoorkeur).

Tegen deze achtergrond kan de correlatie tussen de veranderingen van de obligatierendementen en aandelenkoersen bijdragen tot het opsporen van de determinerende krachten achter de bewegingen op de obligatie- en aandelenmarkten. Wanneer de marktdeelnemers bijvoorbeeld in de toekomst een hogere korte rente verwachten, zullen – bij overigens gelijkblijvende omstandigheden – de aandelenkoersen gaan dalen en de rendementen op langlopende obligaties gaan stijgen, hetgeen een negatieve correlatie tussen beide zal teweegbrengen. Wanneer de verwachtingen omtrent de economische groei daarentegen verbeteren, gaan de aandelenkoersen vaak omhoog, omdat de bedrijfswinsten en bijgevolg de dividenden de neiging vertonen om te stijgen wanneer de economische activiteit aantrekt, maar stijgen ook de obligatierendementen, wat leidt tot een positieve correlatie tussen de aandelenkoersen en de lange rente. Een positieve correlatie kan ook optreden in situaties waarin de beleggers blijf geven van een grotere risico-aversie en onzekerheid omtrent de toekomstige aandelenrendementen. Dergelijke onzekerheid brengt immers vaak portefeuilleerschikkingen teweeg van aandelen naar langlopende overheidsobligaties, die als een veiliger belegging worden beschouwd (“vlucht naar kwaliteit”). De koerseffecten die uit dergelijke portefeuilleerschikkingen voortvloeien – lagere aandelenkoersen en lagere obligatierendementen – kunnen worden geïnterpreteerd als een verhoging van de risicopremie op aandelen en een verlaging van de risicopremie op obligaties.

Aldus lijkt de sterke samenhang tussen de obligatierendementen en aandelenkoersen over het grootste deel van 2001 grotendeels het gevolg te zijn van veranderingen in de algemene vooruitzichten voor de economische groei in het eurogebied. Zo zijn de economische vooruitzichten voor het eurogebied in de loop van 2001, in de pas met de mondiale ontwikkelingen, minder gunstig geworden. Dit heeft niet alleen geleid tot verlagingen van de korte rente, maar heeft, in mindere mate, ook de lange rente doen dalen. Terzelfder tijd zijn de aandelenkoersen gezakt, wat erop wijst dat de voortdurende economische vertraging een sterkere weerslag had op de verwachte bedrijfswinsten dan op de verwachte rentetarieven die worden gehanteerd om de toekomstige dividenden te verdisconteren.

In september werd deze sterke positieve correlatie tussen de veranderingen in de obligatierendementen en de aandelenkoersen onderbroken door de terreuraanslagen in de Verenigde Staten. Deze gebeurtenissen verhoogden aanzienlijk de onzekerheid van de beleggers in aandelen en hun risico-aversie, en zetten de beleggers ertoe

aan gelden over te hevelen van de aandelenmarkt naar veiliger effecten. De resulterende sterke daling van de aandelenkoersen was blijkbaar grotendeels te wijten aan een verhoging van de risicopremie voor aandelen. De lange rente veranderde daarentegen nauwelijks kort na de terreuraanslagen. Dit was te wijten aan het feit dat, anders dan in vorige periodes van onrust op de financiële markten, de beleggers in het eurogebied kortlopende obligaties of bankdeposito's als veilige activa leken te verkiezen boven langlopende obligaties. Terzelfder tijd lijkt het erop dat de terreuraanslagen aanvankelijk geen belangrijke herziening van de groeivoorzichten voor de economie van het eurogebied hebben teweeggebracht. Dientengevolge vertoonden de obligatierendementen en de aandelenkoersen kort na de terreuraanslagen nauwelijks een waarneembare correlatie.

Toen de marktomstandigheden zich weer begonnen te normaliseren, waarschijnlijk als gevolg van de snelle reactie van de beleidsmakers op de nieuwe situatie na de terreuraanslagen, veerden de aandelenkoersen echter geleidelijk aan op, omdat de marktdeelnemers blijkbaar een lagere risicopremie eisten voor het aanhouden van aandelen, in overeenstemming met de afname van de onzekerheid en van het risicomijdende gedrag. Die opwaartse beweging van de aandelenkoersen ging gepaard met een daling van de rendementen op langlopende obligaties. Dit leidde tot een tijdelijke, sterk negatieve correlatie tussen de veranderingen van de aandelenkoersen en de rendementen op tienjaars obligaties.

De daaropvolgende stijging van de lange rente vanaf begin november – op gang gebracht door het tanende pessimisme van de beleggers omtrent de economische vooruitzichten voor het eurogebied – ging in het algemeen gepaard met een verdere stijging van de aandelenkoersen, hetgeen de positieve correlatie herstelde tussen de lange rente en de aandelenkoersen, die kenmerkend was voor het grootste deel van het jaar. Dit zou erop kunnen wijzen dat, behalve de impuls die uitging van de verdere daling van de risicopremie voor aandelen, het verwachte groeiherstel en bijgevolg ook de hogere winstverwachtingen in de laatste twee maanden van 2001 opnieuw een sterke invloed uitoefenden op het verloop van de aandelenkoersen.

Al met al, en in tegenstelling met de gebruikelijke negatieve correlatie, vertoonden de aandelenkoersen en de rendementen op langlopende obligaties in het eurogebied gedurende het grootste gedeelte van 2001 de neiging om in dezelfde richting te evolueren. Dit lijkt erop te wijzen dat de ontwikkelingen van de obligatie- en aandelenmarkten in 2001 vooral werden gedreven door de veranderende visie van de beleggers op de groeivoorzichten in het eurogebied, hetgeen illustreert waarom het voor de marktdeelnemers in 2001 bijzonder moeilijk was om de toekomstige activiteitsontwikkeling en de vooruitzichten voor de bedrijfswinsten te evalueren.

De bancaire rente daalde in 2001, grotendeels in lijn met de marktrente

De korte bancaire rentetarieven zijn in de loop van 2001 gedaald, hiermee de tendens volgend die door de geldmarktrente vanaf eind 2000 was ingezet. Er konden echter beduidende verschillen worden vastgesteld tussen de rentetarieven van diverse soorten deposito's. Tussen eind 2000 en eind 2001 is het maandgemiddelde van de driemaands geldmarktrente met ongeveer 160 basispunten afgenomen. Gedurende dezelfde periode vertoonde zowel de rente voor girale deposito's als de rente voor kortlopende spaardeposito's (deposito's met een opzegtermijn tot en met drie maanden) maar een lichte daling met ongeveer 30 basispunten. Dit leidde

tegen het einde van 2001 tot een vermindering van het verschil tussen deze twee rentetarieven en de driemaands geldmarktrente met ongeveer 130 basispunten. De rente op deposito's met een vaste looptijd tot en met één jaar daalde daarentegen met zowat 115 basispunten (zie Grafiek 10). Deze ontwikkeling is niet zo ongewoon in het licht van de historische ervaring, die aantoont dat de doorwerking van de marktrente de neiging vertoont om langzamer en minder volledig te zijn voor girale deposito's en kortlopende spaardeposito's dan voor kortlopende termijndeposito's, gedeeltelijk vanwege landgebonden institutionele regelingen. De bancaire debetrente aan bedrijven met een looptijd tot en met één jaar daalde met ongeveer 95 basispunten. Terwijl de geldmarkt-

rente tegen eind 2001 was teruggekeerd tot op het niveau van eind 1999, bleef deze bancaire rente op leningen meer dan 40 basispunten boven het peil van december 1999. Deze verruiming van de ecarts is gedeeltelijk toe te schrijven aan de gebruikelijke trage doorwerking van de marktrente in de bancaire rentetarieven, maar kan voor een deel ook te wijten zijn aan een toename van het kredietrisico naar aanleiding van de algemene economische neergang in 2001, zoals bijvoorbeeld geïllustreerd wordt door de verruiming van de rendementsecarts voor bedrijfsobligaties in 2001. In januari 2002 bleven de meeste kortlopende bancaire rentetarieven verder dalen.

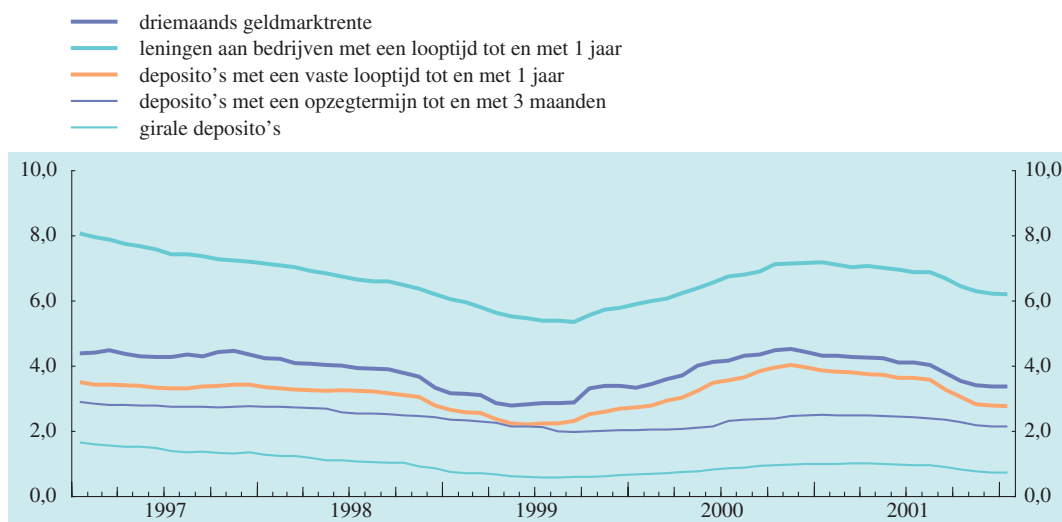
Globaal genomen, is de langlopende bancaire rente gestaag gedaald tot november 2001 (zie Grafiek 11). De marktrente op middellange termijn, afgemeten aan het maandgemiddelde van de rente op vijfjaars overheidsobligaties, die de marktrente is waarbij de langere bancaire rente het nauwst aansluit, was vrij stabiel in de eerste helft van 2001, en daalde in de tweede helft van het jaar tot december, om vervolgens weer te gaan stijgen. De voortgezette daling van de langere bancaire renteta-

rievan was deels te wijten aan de daling van de marktrente die reeds in 2000 had plaatsgevonden, voornamelijk tijdens het laatste kwartaal. Van eind 2000 tot november 2001 zakte het maandgemiddelde van het rendement op vijfjaars overheidsobligaties met ongeveer 85 basispunten. Ter vergelijking, de rente op langlopende termijndeposito's (deposito's met een looptijd van meer dan twee jaar) en de rente voor leningen aan huishoudens voor woningaankopen liepen over dezelfde periode terug met ongeveer 95 basispunten, terwijl de gemiddelde rente voor leningen aan bedrijven met een looptijd van meer dan één jaar afnam met zowat 75 basispunten. Vanaf december steeg het maandgemiddelde van het rendement op vijfjaars overheidsobligaties fors, hetgeen snel werd weerspiegeld in de rente voor langlopende deposito's en in mindere mate in de rente op leningen aan huishoudens voor woningaankopen. De gemiddelde rente voor leningen aan ondernemingen bleef in januari 2002 afnemen. In plaats van als een ongewone vertraging, zou deze ontwikkeling waarschijnlijk moeten worden beschouwd als een afname van de risicopremie voor met name leningen zonder onderpand, die zich in 2000 hadden opgestapeld.

Grafiek 10

Korte bancaire rente en een vergelijkbare marktrente

(procenten per jaar; maandgemiddelden)



Bronnen: ECB en Reuters.

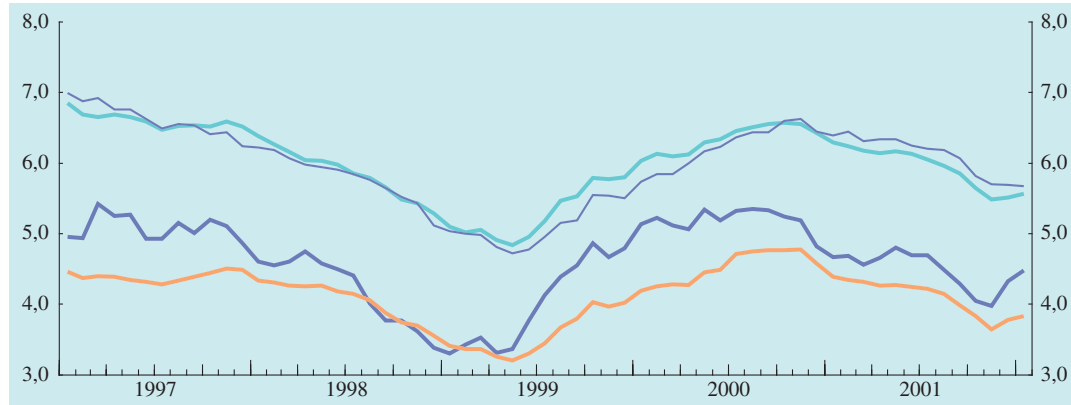
Toelichting: Vanaf januari 2001 omvatten de gegevens Griekenland.

Grafiek 11

Lange bancaire rente en een vergelijkbare marktrente

(procenten per jaar; maandgemiddelden)

- rendement op vijfjaars overheidsobligaties
- woninghypotheken voor huishoudens
- deposito's met een vaste looptijd van meer dan 2 jaar
- leningen aan bedrijven met een looptijd van meer dan 1 jaar



Bronnen: ECB en Reuters.

Toelichting: Vanaf januari 2001 omvatten de gegevens Griekenland.

De mondiale aandelenkoersen zakten in 2001

De aandelenkoersen verloren wereldwijd terrein in 2001, en bestendigden aldus de in september 2000 ingezette neerwaartse tendens; zij maakten de aanzienlijke stijgingen van vóór april 2000 ongedaan en brachten de benchmark-indices in de Verenigde Staten en het eurogebied opnieuw dicht bij hun niveau van eind 1998 (zie Grafiek 12 (a)). Een belangrijke factor achter de algemeen verspreide en aanhoudende daling van de aandelenkoersen in 2001, die in 2000 geconcentreerd was geweest in de aan de technologie gerelateerde sectoren, leek de mondiale economische vertraging te zijn die in de loop van 2001 doorzette. Dit ging gepaard met een neerwaartse bijstelling van de verwachtingen omtrent de toekomstige winstgevendheid van de ondernemingen, met winstwaarschuwingen door de ondernemingen, en met een correctie van het uitbundige verloop van de aandelenkoersen vóór het tweede kwartaal van 2000. De ontwikkelingen op de aandelenmarkten werden in 2001 ook gekenmerkt door periodes van grote onzekerheid, wat kan worden afgemeten aan de van de prijzen

van optiecontracten afgeleide impliciete volatiliteit (zie Grafiek 12 (b)).

Globaal genomen, vertoonden de aandelenkoersen in de Verenigde Staten, Japan en het eurogebied in 2001 een vergelijkbaar verloop. In het eerste kwartaal van 2001 daalden de referentie-indices van de aandelenkoersen over het algemeen en steeg de impliciete volatiliteit van de aandelenmarkten naarmate de vooruitzichten voor de wereldeconomie onzekerder werden. Tussen eind maart en eind mei keerden de aandelenkoersen echter terug naar niveaus die vergelijkbaar waren met die van het begin van het jaar, vooral als gevolg van het toenemende vertrouwen in een snelle opleving van de wereldeconomie. Dit grotere vertrouwen in een spoedig activiteitsherstel taande echter vrij snel, waarna de aandelenkoersen van begin juni tot eind september weer een min of meer gestage teruggang te zien gaven, naarmate de bedrijfswinsten bleven teruglopen en de vooruitzichten voor de economische activiteit en de bedrijfswinsten neerwaarts werden bijgesteld.

Deze neerwaartse beweging van de aandelenkoersen werd in september tijdelijk versterkt als gevolg van de terreuraanslagen in de Vere-

nigde Staten. Naast een beduidende en onmiddellijke negatieve weerslag op de aandelenkoersen, gaven de aanslagen ook aanleiding tot een opflakking van de impliciete volatiliteit. Dit weerspiegelde de uiterst onzekere rendabiliteitsvooruitzichten, voornamelijk ten aanzien van verzekeringsmaatschappijen en ondernemingen die actief zijn in het reiswezen. In de loop van de maanden oktober en november stabiliseerde de impliciete volatiliteit zich echter op een niveau dat nauwer aansloot bij het gangbare historische peil en keerden de aandelenkoersen geleidelijk terug naar niveaus die vergelijkbaar waren met die van vóór de terreuraanslagen. Dit zou erop kunnen wijzen dat het verloop van de aandelenkoersen de verwachting weerspiegelde dat die gebeurtenissen geen blijvende weerslag zouden hebben op de winsten in de bedrijfssector, zelfs niet in die ondernemingen die het zwaarst te leiden hadden van de gebeurtenissen van 11 september 2001. De stappen die door de monetaire autoriteiten

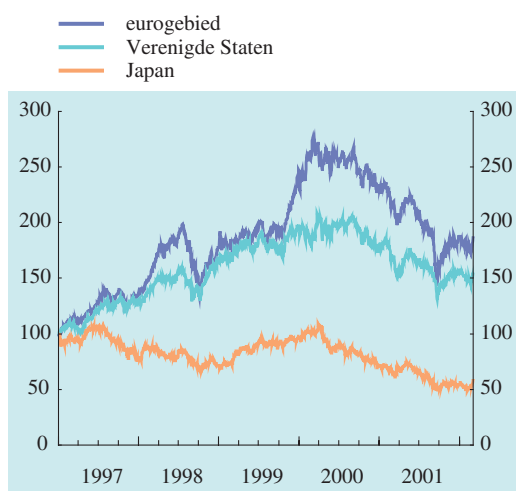
van de Verenigde Staten en Europa werden ondernomen, evenals de door de Amerikaanse regering genomen begrotingsmaatregelen, droegen eveneens bij tot het herstel van het marktvertrouwen. Alles samen, zakten de aandelenprijzen in de Verenigde Staten, afgemeten aan de Standard & Poor's 500 index, met 14% tussen eind 2000 en eind 2001, terwijl de Nikkei 225 index in Japan tijdens deze periode 24% terrein verloor. In het eurogebied daalde de Dow Jones EURO STOXX ruime index met 20% van eind 2000 tot eind 2001.

Ondanks de monetaire verruiming in 2001 werden de aandelenkoersen in de Verenigde Staten negatief beïnvloed door de verdere vertraging van de economische expansie in de loop van het jaar. Begin 2001 overheerste nog de verwachting dat in de loop van de tweede helft van het jaar een activiteitsherstel zou optreden, maar geleidelijk aan kwamen er alsmaar meer aanwijzingen dat de neergang die-

Grafiek 12

(a) Beurskoersindices in het eurogebied, de Verenigde Staten en Japan

(1 januari 1997 = 100; daggegevens)

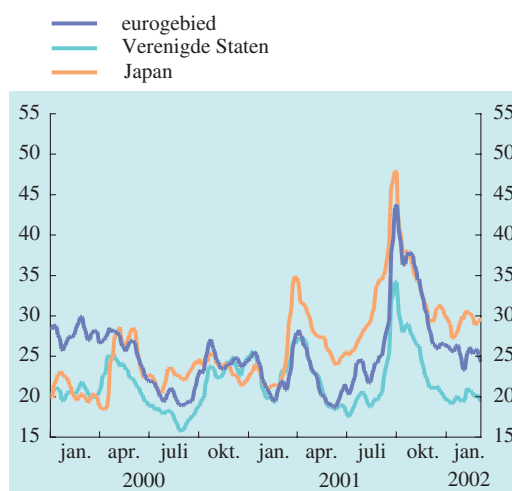


Bron: Reuters.

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

(b) Impliciete volatiliteit van de aandelenmarkt in het eurogebied, de Verenigde Staten en Japan

(procenten per jaar; tiendaags voortschrijdend gemiddelde van daggegevens)



Bron: Bloomberg.

Toelichting: De impliciete volatiliteiten geven de verwachte standaarddeviatie weer van de procentuele mutaties van de beurskoersen gedurende een periode van maximaal drie maanden, zoals impliciet begrepen in de koersen van opties op beurskoersindices. De koersindices waarop de impliciete volatiliteiten betrekking hebben, zijn de Dow Jones EURO STOXX 50-index voor het eurogebied, de Standard & Poor's 500-index voor de Verenigde Staten en de Nikkei 225 voor Japan.

per en langduriger zou zijn. Voor de bedrijfssector vertaalde dit zich in een forse verslechtering van de bekendgemaakte bedrijfswinsten en in een groter aantal faillissementen, terwijl de beleggers terzelfder tijd hun verwachtingen ten aanzien van de toekomstige bedrijfswinsten neerwaarts bijstelden. Bijgevolg namen de aandelenkoersen in de meeste sectoren een forse duik, wat nogmaals de ruime omvang van de conjunctuurvertraging in 2001 bevestigde. Zoals in 2000, was het opnieuw de technologiesector die voor een aanzienlijk deel verantwoordelijk was voor de daling van de algemene beursindex tussen eind 2000 en eind 2001, als gevolg van een voortgezette en aanmerkelijke neerwaartse bijstelling van de winstverwachtingen op lange termijn in deze sector.

In Japan weerspiegelde de daling van de aandelenkoersen de aanhoudende zwakte van de binnenlandse economie, die nog werd aangescherpt door de wereldwijde economische groeivertraging. Als gevolg hiervan werden behalve de ondernemingen actief op de thuismarkt ook de exportgerichte ondernemingen geconfronteerd met een scherpe daling van de winstvooruitzichten. Ook het hoge percentage dubieuze leningen in de financiële sector droeg in 2001 bij tot de verlaging van de aandelenkoersen in Japan. De impliciete volatiliteit, zoals afgeleid uit de prijzen van optiecontracten op de Nikkei 225 index, was hoger dan de voorgaande jaren, en weerspiegelde de blijvende onzekerheid omtrent de toekomstige economische ontwikkelingen in Japan.

In het eurogebied werden de aandelenkoersen in de loop van 2001 negatief beïnvloed door het groeiende besef dat de vertraging van de economische activiteit langer zou duren dan algemeen aangenomen in het begin van het jaar. Tegelijk waren de bekendgemaakte bedrijfswinsten over het algemeen lager dan verwacht en gingen de ondernemin-

gen terzelfder tijd meer de nadruk leggen op de onzekere vooruitzichten voor de toekomstige bedrijfswinsten. Gedeeltelijk als gevolg van de gelijktijdige economische vertraging in alle grote wereldeconomieën, daalden de aandelenkoersen van alle sectoren in het eurogebied tussen eind 2000 en eind 2001. Er waren slechts kleine sectorale verschillen in vergelijking met die van de afgelopen jaren, met uitzondering van de telecommunicatie- en technologiesectoren, waar de dalingen bijzonder uitgesproken waren. De beurskoersindex van de telecommunicatiesector verloor 28% tussen eind 2000 en eind 2001, na een daling met 43% in 2000. De beleggers werden blijkbaar in toenemende mate ongerust over de winstgevendheid van de ondernemingen in deze sector, mede in het licht van de hoge schulden die er werden gemaakt om de verwerving van UMTS-licenties in 2000 en de investeringen in de vereiste technologie te kunnen financieren. Naar analogie van de ontwikkelingen in de Verenigde Staten namen de aandelenkoersen in de technologiesector een duik van 37% tussen eind 2000 en eind 2001, naarmate de markt zijn verwachtingen ten aanzien van de winstvooruitzichten in deze sector neerwaarts bijstelde.

In de periode van eind 2001 tot 5 maart 2002 bleven de aandelenkoersen in het eurogebied, afgemeten aan de Dow Jones EURO STOXX index, en in de Verenigde Staten, afgemeten aan de Standard & Poor's index, grotendeels stabiel. De ontwikkelingen op de Amerikaanse aandelenmarkten leken de huidige bezorgdheid te weerspiegelen omtrent de houdbaarheid van het hoge peil van de bedrijfsschulden evenals omtrent de betrouwbaarheid van de bekendgemaakte winsten, voornamelijk van de bedrijven in de telecommunicatie- en technologiesectoren. Terzelfder tijd werden de marktdeelnemers optimistischer over een nakende economische opleving. Dezelfde gemengde gevoelens leken de aandelenkoersen in het eurogebied te beïnvloeden.

3 Prijsontwikkelingen

Opwaartse tendens van HICP-inflatie slaat in mei 2001 om

In 2001 werd de HICP-inflatie sterk beïnvloed door het verloop van haar meest volatiele bestanddelen, namelijk energie en onbewerkte voedingsmiddelen. Hoewel de groei van de arbeidskosten per eenheid product in de loop van het jaar ietwat aantrok als gevolg van de conjunctuurgebonden vertraging in de groei van de arbeidsproductiviteit, bleef de binnenlandse druk op de prijzen gematigd. De opwaartse tendens van de inflatiecijfers, die in het voorjaar van 1999 inzette, hield tot begin 2001 aan. Tussen december 2000 en mei 2001 trok het twaalfmaands mutatietempo van de HICP aan van 2,6% tot 3,4%. Na in mei 2001

een hoogtepunt te hebben bereikt, begon het inflatietempo te vertragen. In het vierde kwartaal van 2001 beliep het jaarlijkse stijgingspercentage van de HICP 2,2% en bleef aldus 0,5 procentpunt onder de stijging van het vierde kwartaal van 2000. Gemiddeld beschouwd, steeg de HICP in 2001 met 2,5%, of 0,2 procentpunt sneller dan in 2000 (zie Tabel 4).

Totale inflatiecijfers sterk beïnvloed door verloop van volatiele prijscomponenten

Tijdens de periode van januari tot mei 2001, toen de inflatie op jaarbasis een hoogtepunt bereikte, lagen vooral de prijsstijgingen voor

Tabel 4

Prijs- en kostenontwikkeling in het eurogebied

(mutaties in procenten per jaar, tenzij anders aangegeven)

	1999	2000	2001	2001 kw 1	2001 kw 2	2001 kw 3	2001 kw 4	2001 sept.	2001 okt.	2001 nov.	2001 dec.	2002 jan.	2002 febr.
Geharmoniseerde Consumptieprijsindex (HICP) en onderdelen													
Totale index	1,1	2,3	2,5	2,3	3,1	2,5	2,2	2,3	2,4	2,1	2,0	2,7	2,4
<i>waarvan:</i>													
Goederen	0,9	2,7	2,5	2,4	3,5	2,4	1,8	2,1	2,1	1,6	1,7	2,5	2,1
Voedingsmiddelen	0,6	1,4	4,6	3,3	5,0	5,2	4,8	5,1	5,2	4,6	4,7	5,6	4,9
Bewerkte voedingsmiddelen	0,9	1,1	2,9	1,9	2,8	3,4	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,8	3,3
Onbewerkte voedingsmiddelen	0,0	1,7	7,2	5,3	8,5	8,0	6,9	7,7	7,7	6,4	6,5	8,4	7,2
Industriële goederen	1,0	3,4	1,5	2,0	2,7	1,0	0,3	0,6	0,5	0,1	0,2	0,9	0,8
Industriële goederen m.u.v. energie	0,7	0,7	1,1	0,5	1,4	1,0	1,6	1,2	1,5	1,6	1,7	1,7	1,9
Energie	2,4	13,3	2,8	7,2	7,3	1,2	-4,1	-1,3	-2,7	-5,0	-4,5	-1,7	-2,8
Diensten	1,5	1,7	2,5	2,2	2,5	2,5	2,8	2,6	2,8	2,7	2,8	3,0	3,0
Overige prijs- en kostenindicatoren													
Industriële producentenprijzen ¹⁾	-0,4	5,5	2,2	4,6	3,7	1,5	-1,0	0,7	-0,7	-1,3	-1,1	-0,9	.
Arbeidskosten per eenheid product ²⁾	1,3	1,1	.	2,1	2,5	2,3	.	-	-	-	-	-	-
Arbeidsproductiviteit ²⁾	0,9	1,4	.	0,2	0,0	0,1	.	-	-	-	-	-	-
Loonsom per werknemer ²⁾	2,3	2,5	.	2,3	2,5	2,4	.	-	-	-	-	-	-
Totale arbeidskosten per uur ³⁾	2,2	3,4	.	3,2	2,9	3,4	.	-	-	-	-	-	-
Olieprijzen (EUR per vat) ⁴⁾	17,1	31,0	27,8	28,4	31,7	29,0	22,4	28,8	23,8	21,7	21,5	22,6	23,5
Grondstoffenprijzen ⁵⁾	-5,9	16,7	-7,6	-0,8	-3,0	-10,4	-15,6	-18,1	-19,3	-15,1	-12,3	-6,2	.

Bronnen: Eurostat, nationale gegevens, International Petroleum Exchange, HWWA (Institut für Wirtschaftsforschung (Hamburg)) en berekeningen van de ECB.

Toelichting: Voor de periodes vóór 2001 houden de HICP-gegevens geen rekening met Griekenland, de andere prijs- en kostenindicatoren daarentegen wel.

1) M.u.v. bouwnijverheid.

2) Gehele economie.

3) Gehele economie (m.u.v. landbouw, overheid, onderwijs, gezondheidszorg en overige dienstverlening).

4) Brent Blend (voor levering op termijn van één maand). Ecu tot en met december 1998.

5) M.u.v. energie. In euro; in Ecu tot en met december 1998.

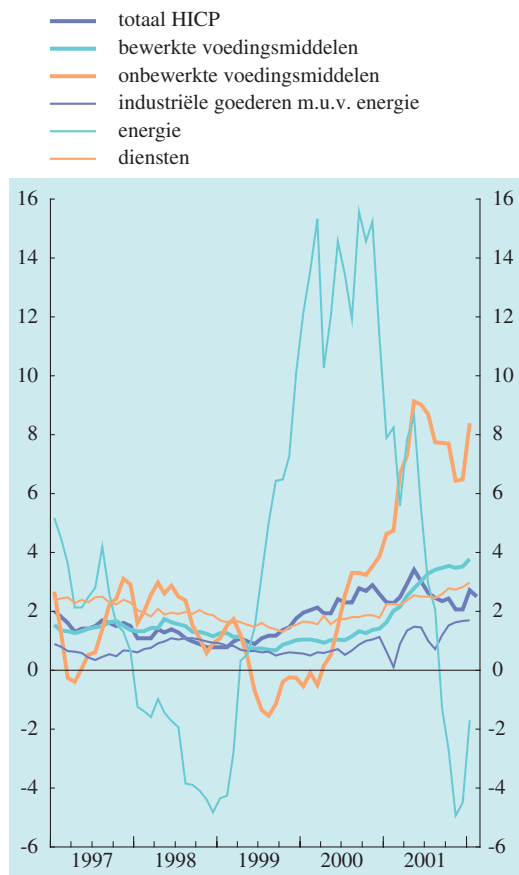
onbewerkte voedingsmiddelen aan de toename van de HICP ten grondslag. Die prijsverhogingen hadden in de eerste plaats te maken met de risico's voor de volksgezondheid die verband hielden met de BSE-gevallen in een aantal landen van het eurogebied. De opwaartse druk op de prijzen van onbewerkte voedingsmiddelen werd vervolgens nog verhoogd door het uitbreken van de mond- en klauwzeerepidemie in sommige landen en door de maatregelen die werden genomen om te voorkomen dat de ziekte zich zou verspreiden. Jaar op jaar stegen de prijzen van de onbewerkte voedingsmiddelen van 4,6% in januari tot 9,1% in mei 2001 (zie Grafiek 13). Aangezien de als gevolg van de bovenvermelde gezondheidsmotieven ontstane opwaartse druk op de prijzen tijdens de zomer van 2001 begon af te nemen, begon ook het mutatietempo op jaarbasis van deze component te vertragen. In december 2001 beliep de jaarlijkse verandering 6,5%. Hoewel het prijspeil van de onbewerkte voedingsmiddelen in de tweede helft van 2001 zakte, lag het aan het einde van het jaar nog steeds hoger dan vóór het uitbreken van de BSE-crisis.

De ommekeer in het inflatieverloop na de piek van mei 2001 en de daaropvolgende daling waren voornamelijk toe te schrijven aan de lagere energieprijzen. De neerwaartse beweging van de jaarlijkse mutatie van de energieprijzen die eind 2000 inzette, hield in 2001 aan – op een korte onderbreking tijdens het tweede kwartaal na, als gevolg van de tijdelijke opstoot van de in euro luidende olieprijs. Tijdens de laatste vier maanden van 2001 werden voor de energieprijzen negatieve jaarlijkse groeicijfers opgetekend. In december 2001 beliep de jaar-op-jaar daling van de energiecomponent 4,5%, tegen een stijging met 7,9% in januari 2001 en een recordtoename van 15,6% in september 2000. De neerwaartse tendens van het jaar-op-jaar mutatietempo van de energieprijzen weerspiegelde, enerzijds, de basiseffecten tengevolge van de stijging van de energieprijzen in de loop van het jaar 2000 en, anderzijds, de aanzienlijke daling van de in euro luidende olieprijs tijdens het jaar 2001. In het vierde

Grafiek 13

Uitsplitsing HICP-inflatie in het eurogebied naar componenten

(mutaties in procenten per jaar; maandgegevens)



Bron: Eurostat.

Toelichting: Vóór 2001: HICP-gegevens m.u.v. Griekenland.

kwartaal van 2001 beliepen de olieprijsen gemiddeld € 22,4 per vat, d.i. € 12,1 (of 35,1%) minder dan de gemiddelde prijs in het overeenstemmende kwartaal van het voorgaande jaar. Anders dan in 2000, werden de in euro uitgedrukte olieprijsen in 2001 bijna integraal bepaald door het verloop van de olieprijs in VS-dollar, en niet door dat van de euro-dollar koers.

HICP-inflatie exclusief volatiele componenten in 2001 naar omhoog

De inflatie zoals die wordt gemeten door de HICP met uitzondering van de prijzen voor onbewerkte voedingsmiddelen en energie, werd in 2001 nog steeds beïnvloed door de

indirecte effecten van de in 1999 en gedurende het grootste gedeelte van 2000 opgetekende olieprijsstijgingen en de waardevermindering van de euro. Bovendien werd de druk op deze component nog verzaamd door de prijzen van bewerkte voedingsmiddelen, en dat vanwege de vertraagde effecten van eerdere prijsverhogingen voor onbewerkte voedingsmiddelen. De binnenlandse prijsdruk bleef echter het hele jaar door onder controle. Als gevolg van deze indirecte en vertraagde effecten, is de HICP-inflatie met uitzondering van de prijzen voor onbewerkte voedingsmiddelen en energie in de loop van 2001 blijven stijgen. Een en ander weerspiegelde het snellere jaarlijkse mutatietempo van alle drie haar voornaamste subcomponenten: bewerkte voedingsmiddelen, industriële goederen met uitzondering van energie, en diensten. Het jaar-op-jaar mutatietempo van de HICP met uitzondering van onbewerkte voedingsmiddelen en energie beliep in december 2001 2,5%, wat 1,0 procentpunt méér was dan in december 2000 en 1,6 procentpunt méér dan het dieptepunt van oktober 1999.

Het jaarlijkse stijgingscijfer van de prijzen voor industriële goederen met uitzondering van energie beliep in december 2001 1,7%, d.i. 0,6 procentpunt méér dan in december 2000. De stijgende trend in de jaarlijkse mutaties zwakte echter in de tweede helft van het jaar geleidelijk af naarmate de bovenvermelde indirecte effecten begonnen weg te ebben. Het jaarlijkse stijgingscijfer van de dienstenprijzen nam toe van 1,8% in december 2000

tot 2,2% in januari 2001 doordat in enkele landen van het eurogebied wijzigingen optraden in de administratieve prijzen en in de indirecte belastingen. De jaarlijkse verandering in de dienstenprijzen ondervond tevens de doorwerkingseffecten van vroegere stijgingen van de invoerprijzen; derhalve bleef de stijging van de dienstenprijzen in de loop van het jaar aantrekken tot 2,8% in december 2001. De stijgende trend in de jaarlijkse verandering van de HICP met uitzondering van de prijzen voor onbewerkte voedingsmiddelen en energie in 2001 had ook te maken met de hogere prijzen voor bewerkte voedingsmiddelen als gevolg van de vertraagde effecten van eerdere prijsstijgingen voor onbewerkte voedingsmiddelen. Het jaarlijkse stijgingscijfer van de prijzen voor bewerkte voedingsmiddelen beliep in december 2001 3,5%, of 2,1 procentpunten méér dan in december 2000. Ook voor deze component namen de jaarlijkse stijgingen tijdens de laatste twee kwartalen van 2001 af, wat erop wijst dat deze indirecte effecten geleidelijk aan verzwakten.

De potentiële impact van de invoering van de chartale euro op de HICP-inflatie lijkt in 2001 al met al beperkt te zijn gebleven. Men dient in dit opzicht voor ogen te houden dat het zeer moeilijk is om eventuele effecten van de overgang op de chartale euro te onderscheiden van andere bronnen van inflatoire druk. In Kader 3 getiteld "Impact van de invoering van de chartale euro op de consumptieprijzen in het eurogebied", wordt daar nader op ingegaan.

Kader 3

Impact van de invoering van de chartale euro op de consumptieprijzen in het eurogebied

Met de invoering van de eurobankbiljetten en -muntstukken op 1 januari 2002, werden alle prijzen in het eurogebied omgezet in europrijzen. Onder meer uit enquêteresultaten van de Europese Commissie bleek een zekere vrees voor algemene prijsstijgingen als gevolg van de omschakelingsoperatie. Dit kader biedt een overzicht van de voornaamste argumenten en feiten in verband met potentiële opwaartse en neerwaartse effecten van de invoering van de chartale euro op de consumptieprijzen.

Economische argumenten wijzen op mogelijkheid van zowel opwaartse als neerwaartse druk op de prijzen

In verband met de invoering van de chartale euro, kunnen drie belangrijke factoren de prijzen beïnvloeden: het doorberekenen van kosten, zogeheten "menukosten" en de afronding naar nieuwe aantrekkelijke prijzen. Wat de

kosten betreft, werden de bedrijven geconfronteerd met eenmalige uitgaven (b.v. IT-investeringen en personeelsopleiding) die zij, teneinde hun winstmarges te behouden, mogelijk op hun klanten hebben afgewenteld. De - weliswaar beperkte - beschikbare informatie toont aan dat die kosten wellicht vrij gering zijn gebleven. Bovendien zijn zij voornamelijk eenmalig van aard en over een langere periode gespreid. Doordat prijsaanpassingen bepaalde kosten met zich brengen (ook "menukosten" genaamd), wat een aansporing kan zijn om hun frequentie te beperken, kon de detailhandel geneigd zijn om reguliere prijsaanpassingen te laten samenvallen met de invoering van de chartale euro. Een en ander zou dan resulteren in een ongebruikelijke concentratie van afzonderlijke prijswijzigingen rond het tijdstip van de overgang, die afweek van het normale seizoenpatroon. Op de langere termijn zou de gemiddelde inflatie daar echter geen weerslag van mogen ondervinden. Een ander risico op prijsstijgingen vloeit voort uit de mogelijkheid dat bedrijven hun prijzen afronden naar nieuwe aantrekkelijke europrijzen om zo hun winsten op te voeren. Het hanteren van aantrekkelijke (of psychologische) prijzen (eindigend op het cijfer 9 bijvoorbeeld) komt in de detailhandel vaak voor en het is niet denkbeeldig dat de bedrijven, na omrekening in euro, hun prijszetting hebben aangepast opdat hun prijzen even aantrekkelijk zouden blijven als vóór de omschakeling. Dergelijke prijsaanpassingen zouden echter heel waarschijnlijk afrondingen zowel naar boven als naar beneden impliceren, zodat het totale netto-effect daarvan a priori onzeker is.

Verscheidene factoren zouden er nochtans voor moeten zorgen dat de algemene prijsstijgingen beperkt blijven. Zo lijkt de concurrentie op de meeste markten van het eurogebied voldoende scherp om iedere opwaartse prijsdruk van bij de aanvang onder controle te houden. In feite zouden de bedrijven hun prijzen zelfs kunnen verlagen teneinde klanten aan te trekken of hun marktaandeel te verruimen. Ook de bestaande situatie aan de vraagzijde beperkt de mogelijkheden tot prijsverhoging. Consumenten en verbruikersorganisaties werd bovendien verzocht waakzaam te zijn en de situatie op de voet te volgen; een hulpmiddel daarbij is de dubbele prijsaanduiding, waardoor het voor de ondernemers moeilijker wordt om hun prijzen te verhogen. Bovendien hebben alle centrale regeringen er zich toe verbonden dat de omzetting van de prijzen, heffingen en tarieven die zij reglementeren, prijsneutraal blijft of in het voordeel van de consument werkt. De lokale overheden werd verzocht dat voorbeeld te volgen. Ook historische precedents van chartale conversies, zoals de decimalisatie in het Verenigd Koninkrijk en Ierland in 1971, tonen aan dat het netto-effect op de prijzen zeer beperkt blijft.

Een en ander onderstreept dat het totale prijseffect van de omschakeling voor het eurogebied als geheel wellicht beperkt zal zijn. Bovendien zouden zij over een langere periode gespreid zijn. Sommige kleinhandelaars en leveranciers hebben er zich bovendien toe verbonden de prijzen tijdens die periode niet te verhogen. Doordat de consumenten tijdens de conversieperiode de prijzen van nabij hebben gevolgd, kunnen prijsaanpassingen zijn vervroegd of uitgesteld. Hoewel ieder effect op de inflatie van tijdelijke aard zou moeten zijn, zullen een grotere prijs transparantie en een verscherpte concurrentie op de langere termijn de druk op de prijzen vermoedelijk onder controle houden.

Ervaring leert dat impact beperkt blijft

In 2001 hebben de nationale instituten voor de statistiek, het Eurosysteem en de verbruikersorganisaties in verscheidene landen van het eurogebied onderzoek verricht naar de toepassing van psychologisch aantrekkelijke prijzen.¹ Door de prijsdynamiek van bepaalde consumptiegoederen die gewoonlijk tegen aantrekkelijke prijzen worden aangeboden, nauwgezet te volgen, hebben zij getracht de werkelijke impact na te gaan van de omzetting van de prijzen naar euro. Er zij evenwel beklemtoond dat het uiterst moeilijk is om de effecten van de invoering van de chartale euro te onderkennen omdat prijsveranderingen zowel het gevolg kunnen zijn van de omschakeling (afronding of doorberekening van de met de operatie gepaard gaande kosten) als van een wijziging in andere kostenfactoren (b.v. lonen en invoerprijzen, enz.) of winsten. Onder dit voorbehoud, bevestigen de resultaten van deze analyse dat de invoering van de chartale euro tot dusver slechts een vrij beperkte invloed heeft gehad op het prijsverloop. Hoewel de omschakeling op de euro de afgelopen maanden in bepaalde landen de prijzen van enkele specifieke producten heeft doen stijgen, gaat het hier om een verwaarloosbaar effect als

¹ Zie, bijvoorbeeld, "Appendix: price analysis in the period of changeover from the D-Mark to the euro", *Deutsche Bundesbank Maandbericht, november 2001* en "Effects of the euro changeover on consumer prices in Finland", *Statistics Finland en ministerie van Financiën, juni 2001*.

men kijkt naar de impact ervan op de totale HICP van de individuele landen van het eurogebied en van het eurogebied als geheel. Eurostat raamt dat de in januari 2002 opgetekende maand-op-maand stijging van de HICP met 0,5% vermoedelijk voor 0,0 à 0,16% kon worden verklaard door de overgang op de chartale euro. Ook de resultaten van door de NCB's en andere organisaties gehouden bedrijfsenquêtes bevestigen dat de invoering van de chartale euro de prijzen al met al niet noemenswaardig heeft beïnvloed.²

Kort samengevat: op basis van economische argumenten mag worden gesteld dat de invoering van de chartale euro de prijzen slechts in beperkte mate beïnvloedt. De tot dusver opgetekende feitelijke ontwikkelingen wijzen erop dat zich als gevolg van de omschakelingsoperatie geen aanzienlijke algemene prijsstijgingen hebben voorgedaan. De invoering van de euro zal over het hele eurogebied voor een grotere prijstransparantie zorgen, die op haar beurt de arbitrage zou moeten aanmoedigen en de concurrentie verscherpen. Een en ander zou uiteindelijk aan de consumenten ten goede moeten komen, en wel door de prijsstijgingen in de toekomst in de hand te houden.

² Zie, bijvoorbeeld, het perscommuniqué van de Nationale Bank van België, "Enquête van januari 2002 naar de invoering van de euro", 6 maart 2002.

Inflatieverwachtingen blijven gematigd ondanks hogere inflatie

Uit verscheidene enquêtes (bijvoorbeeld de door de ECB gehouden Survey of Professional Forecasters en de Consensus Economics Forecasts) blijkt dat de verwachte inflatie niet overdreven heeft gereageerd op de stijging van de feitelijke inflatie tijdens de eerste helft van 2001. Dit wordt aangetoond in Tabel 5, die de feitelijke HICP-inflatie weergeeft voor de vier kwartalen van 2001 (en het jaarlijkse gemiddelde) samen met de verwachtingen ten aanzien van de gemiddelde inflatieresultaten voor 2001 en 2002 zoals die werden opgetekend in elk kwartaal van 2001.

In de loop van 2001 werden de inflatieverwachtingen voor dat jaar geleidelijk opwaarts herzien in overeenstemming met de feitelijke uitkomsten; voor 2002 daarentegen waren de prognoses veel stabiel en zij bleven bovendien het hele jaar door onder de 2%. Die stabiliteit in de vooruitzichten wijst erop dat de economische subjecten de opstoot van de inflatie in 2001 grotendeels als een tijdelijk fenomeen beschouwden. Daaraan werd vermoedelijk kracht bijgezet door de vastberadenheid van de ECB om de inflatietoename tot een tijdelijk verschijnsel te beperken, wat er op zijn beurt toe bijdroeg dat de risico's van afgeleide effecten op de lonen konden worden beheerst.

Tabel 5
Consumptieprijsinflatie: resultaten voor 2001 en verwachtingen voor 2001 en 2002
(mutaties in procenten per jaar)

	2001				2001
	kw 1	kw 2	kw 3	kw 4	
Totale HICP	2,3	3,1	2,5	2,2	2,5
<i>Verwachtingen voor 2001</i>	<i>– datum van onderzoek –</i>				
Survey of Professional Forecasters	2,0	2,3	2,7	2,6	-
Consensus Economics Forecasts ¹⁾	2,0	2,3	2,7	2,6	-
<i>Verwachtingen voor 2002</i>	<i>– datum van onderzoek –</i>				
Survey of Professional Forecasters	1,7	1,8	1,9	1,7	-
Consensus Economics Forecasts ¹⁾	1,7	1,8	1,9	1,7	-

Bronnen: Eurostat, Consensus Economics Forecasts en ECB- "Survey of Professional Forecasters".

¹⁾ De kwartaalverwachtingen zijn het gemiddelde van de maandelijkse verwachtingen binnen dat kwartaal.

Inflatiedivergentie blijft in 2001 algemeen beschouwd ongewijzigd

De mate waarin de HICP-inflatiecijfers in de respectieve landen van het eurogebied onderling van elkaar afwijken, is in 2001 in grote lijnen ongewijzigd gebleven. Het verschil tussen het land met het hoogste cijfer en dat met het laagste cijfer bleef op 3,3 procentpunten gehandhaafd, dat is nagenoeg evenveel als in 2000. De standaardafwijking bleef rond 1 procentpunt schommelen. De wijzigingen in de gemiddelde jaarlijkse HICP-inflatie verschilden van land tot land, voornamelijk als gevolg van de verschillende impact van tijdelijke en eenmalige factoren. Vooral de verschillende landenspecifieke impact van de ziektes bij de veestapel en van de weersomstandigheden op de voedselprijzen verklaart mede de uiteenlopende patronen.

Producentenprijzen sterk beïnvloed door verloop van grondstoffenprijzen

Het indexcijfer van de industriële producentenprijzen (m.u.v. de bouwnijverheid) steeg in 2001 met gemiddeld 2,2%, d.i. 3,3 procentpunten minder dan in 2000. Die ontwikkeling had voornamelijk te maken met het prijsverloop van de componenten energie en halffabrikaten, op zijn beurt een gevolg van de lagere prijzen voor energie en voor grondstoffen m.u.v. energie. De stijging van de producentenprijzen bereikte in oktober 2000 een piek van 6,7%; vervolgens nam die jaarlijkse stijging sterk af en in december 2001 werd een negatief veranderingspercentage van 1,1% opgetekend (zie Grafiek 14).

De prijzen van de investerings- en consumptiegoederen stegen in 2001 gemiddeld beschouwd sterker dan het jaar voordien. Dat kwam voornamelijk door de indirecte weerslag van vroegere stijgingen van de invoerprijzen en, vooral, van de energieprijzen. De opwaartse tendens in de jaarlijkse groeicijfers voor deze componenten kwam echter in de

loop van 2001 tot stilstand, wat nogmaals bevestigt dat de indirecte stuwende krachten achter deze ontwikkelingen tijdens de tweede helft van 2001 verzwakten.

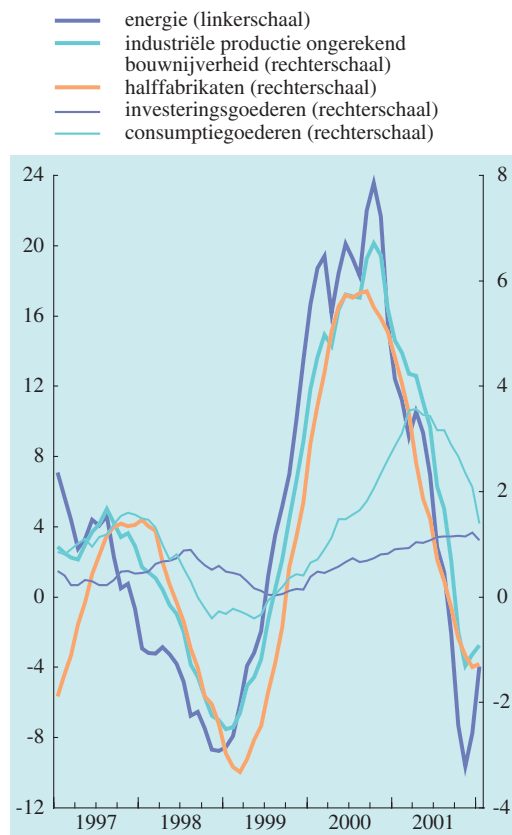
Loonstijgingen blijven gematigd in 2001

Het jaarlijkse groeicijfer van de loonsom per werknemer trok in de eerste twee kwartalen van 2001 licht aan ten opzichte van het jaar voordien (zie Grafiek 15). In het derde kwartaal vertraagde dat cijfer met 0,1 procentpunt tot 2,4%, wat 0,3 procentpunt méér is dan het cijfer dat werd opgetekend in het laatste

Grafiek 14

Uitsplitsing industriële producentenprijzen in het eurogebied

(mutaties in procenten per jaar; maandgegevens)



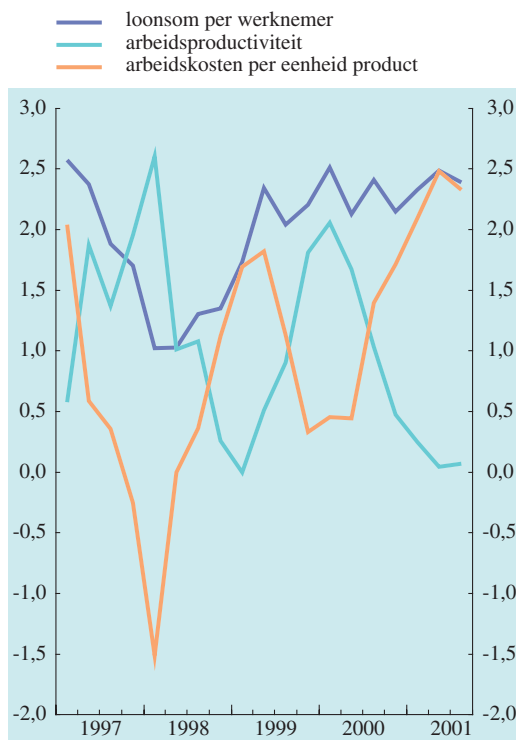
Bron: Eurostat.

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

Grafiek 15

Arbeidskosten per eenheid product, loonsom per werknemer en arbeidsproductiviteit in het eurogebied

(mutaties in procenten per jaar; kwartaalgegevens)



Bronnen: Nationale gegevens en berekeningen van de ECB.
Toelichting: De gegevens hebben betrekking op de Euro-12 (ook voor periodes vóór 2001); gehele economie.

kwartaal van 2000. Daartegenover liep het jaarlijkse groeicijfer van de totale arbeidskosten per uur in de bedrijvensector, met uitzondering van de landbouw, tussen het tweede en het derde kwartaal van 2001 op met 0,5 procentpunt tot 3,4%, en veroorzaakte aldus een trendbreuk in de sedert het eerste kwartaal van 2000 opgetekende daling. De bewegingen van deze indicator dienen echter omzichtig te worden geïnterpreteerd aangezien het verloop ervan werd beïnvloed door een reeks statistische vertekeningen. De beschikbare landenspecifieke gegevens wijzen erop dat de nominale lonen ook in het vierde kwartaal van 2001 in een gematigd tempo bleven stijgen.

Als gevolg van de conjuncturele achteruitgang in het eurogebied, liet de twaalfmaands mutatie van de arbeidsproductiviteit in de eerste twee kwartalen van 2001 een daling optekenen, terwijl zij in het derde kwartaal licht toenam. In combinatie met de ontwikkelingen in het jaarlijkse groeicijfer van de loonsom per werknemer, betekent dit dat het jaarlijkse groeicijfer van de arbeidskosten per eenheid product tijdens de eerste twee kwartalen van 2001 versnelde en in het derde kwartaal met 0,2 procentpunt vertraagde tot 2,3%.

4 Productie-, vraag- en arbeidsmarktontwikkelingen

Reële bbp-groei in de loop van 2001 gedaald door een combinatie van ongunstige factoren

De economische groei in het eurogebied begon in de tweede helft van 2000 terug te lopen, deels ten gevolge van de negatieve invloed van de aanhoudende olieprijsstijgingen op de consumptie en de investeringen. In de loop van 2001 is de groei verder gedaald, door een combinatie van ongunstige factoren die zowel de binnenlandse vraag als de uitvoer beïnvloedden, wat tot uiting kwam in een geringere activiteit in zowel de industrie als de diensten. In de eerste plaats werd de toename van het reële beschikbare inkomen getemperd door de hogere inflatie in de eer-

ste helft van het jaar, die voortvloeide uit de forse prijsstijgingen voor energie en voedingsmiddelen. Ten tweede woog de verslechtering van het externe economische klimaat, die hoofdzakelijk het gevolg was van de groei- vertraging in de Verenigde Staten aan het einde van 2000, op de uitvoergroei van het eurogebied en wakkerde ze de onzekerheid aan omtrent de investerings- en, in mindere mate, de consumptiebeslissingen. Ten derde leidden de terroristische aanslagen van 11 september 2001 in de Verenigde Staten en hun nasleep tot een nog scherpere toename van de algemene onzekerheid, wat zich vertaalde in een verdere daling van het producenten- en het consumentenvertrouwen in het eurogebied. Het groeiherstel dat zich tij-

dens de zomermaanden in het eurogebied voorzichtig leek af te tekenen, liet bijgevolg op zich wachten. Volgens Eurostat bedroeg de reële bbp-groei in 2001 als geheel 1,5%, na het hoge groeicijfer van 3,4% in 2000 (zie Tabel 6). De economie in het eurogebied behield echter solide fundamentals. De daling van de inflatie en de gunstige financiële omstandigheden werken een geleidelijke versteviging van de binnenlandse vraag in de hand.

Zwakke groei van de binnenlandse vraag en de uitvoer

De nadelige effecten van de hoge inflatie, de verslechtering van de externe omgeving en de toegenomen onzekerheid kwamen tot uiting in lagere bijdragen van de binnenlandse vraag en de uitvoer tot de reële bbp-groei in het eurogebied. De binnenlandse vraag, die in de jaren 1998 tot 2000 het sterkst tot de hoge

groei had bijgedragen, was tevens de belangrijkste factor achter de daling van de reële bbp-groei in 2001 (zie Grafiek 16). De finale binnenlandse vraag (dat is de binnenlandse vraag exclusief voorraadwijzigingen) droeg 1,4 procentpunt bij tot de groei in 2001, tegen nog bijna 3 procentpunten in de vorige drie jaren. Bovendien leverden de voorraadwijzigingen in 2001 een negatieve bijdrage van 0,5 procentpunt tot de groei, nadat ze in het voorgaande jaar een neutrale invloed hadden uitgeoefend. Daarentegen kwam de bijdrage van de netto-uitvoer tot de groei in 2001 uit op 0,6 procentpunt, dat is onveranderd ten opzichte van 2000. Tegenover de daling van de uitvoergroei stond immers een vermindering van de invoergroei.

De groei van de particuliere consumptie bedroeg in het eerste kwartaal van 2001 1,0% op kwartaalbasis, na gematigder groeicijfers in de tweede helft van 2000. Het beschikbare

Tabel 6

Samenstelling van de reële bbp-groei in het eurogebied

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

	Jaarcijfers ¹⁾									Kwartaalcijfers ²⁾				
	1999	2000	2001	2000 kw 4	2001 kw 1	2001 kw 2	2001 kw 3	2001 kw 4	2000 kw 4	2001 kw 1	2001 kw 2	2001 kw 3	2001 kw 4	
Reëel bruto binnenlands product	2,6	3,4	1,5	2,8	2,4	1,6	1,4	0,6	0,6	0,5	0,1	0,2	-0,2	
waarvan:														
Binnenlandse vraag	3,2	2,8	0,9	2,3	1,7	1,1	0,8	-0,1	0,7	-0,1	0,3	-0,1	-0,2	
Particuliere consumptie	3,2	2,5	1,8	1,8	2,0	1,7	1,7	1,6	0,2	1,0	0,4	0,1	0,1	
Overheidsconsumptie	2,1	1,9	2,0	1,7	2,0	1,9	2,1	1,8	0,8	0,6	0,4	0,3	0,5	
Brutovorming van vast kapitaal	5,5	4,4	-0,2	3,4	1,8	0,3	-1,1	-1,9	0,0	-0,2	-0,6	-0,3	-0,8	
Voorraadwijzigingen ^{3), 4)}	0,2	0,0	-0,5	0,1	-0,2	-0,3	0,4	-0,9	0,4	-0,7	0,1	-0,1	-0,2	
Netto-uitvoer ³⁾	-0,5	0,6	0,6	0,6	0,7	0,5	0,6	0,7	0,0	0,6	-0,2	0,3	0,0	
Uitvoer ⁵⁾	5,3	12,2	3,4	12,2	8,6	5,6	1,8	-1,8	2,8	0,0	-0,5	-0,4	-0,9	
Invoer ⁵⁾	7,2	10,9	1,8	11,1	6,9	4,4	0,2	-3,7	3,0	-1,6	0,1	-1,3	-1,1	
Reële toegevoegde waarde:														
waarvan:														
Industrie m.u.v. bouwnijverheid	0,8	4,5	1,0	4,3	3,6	1,5	0,7	-1,5	0,7	1,1	-1,0	-0,1	-1,6	
Bouwnijverheid	2,4	1,8	-0,6	0,6	-0,8	-0,5	-0,6	0,4	0,0	0,3	-0,9	0,0	0,2	
Marktgebonden diensten ⁶⁾	4,0	4,5	3,1	4,2	3,7	3,4	2,9	2,3	1,0	0,8	0,6	0,4	0,4	

Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

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

2) Kwartaalcijfers: mutaties in procenten tegenover het voorgaande kwartaal.

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

4) Met inbegrip van saldo van aankopen & verkopen van waarden.

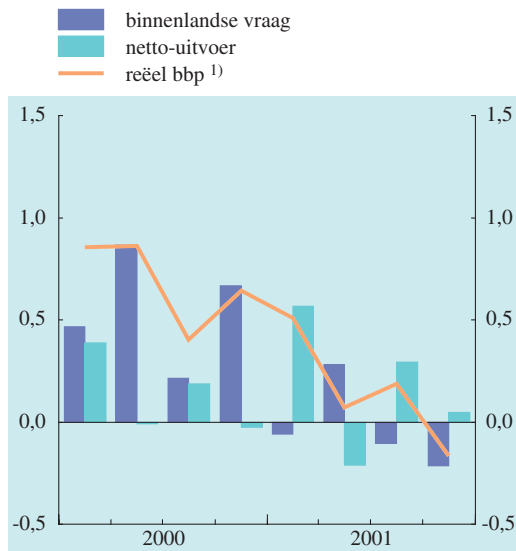
5) Uitvoer en invoer betreffen zowel goederen als diensten en omvatten het interne grensoverschrijdende handelsverkeer binnen het eurogebied. De invoer- en uitvoercijfers volgens de nationale rekeningen, die geen abstractie maken van de intra-eurozone handel, zijn derhalve niet volledig vergelijkbaar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

6) Omvatten handel, transport, communicatie, financiële en zakelijke dienstverlening.

Grafiek 16

Bijdragen tot de reële bbp-groei op kwartaalbasis in het eurogebied

(bijdragen in procentpunten op kwartaalbasis)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: Alle gegevens zijn voor seizoen gecorrigeerd.

1) Veranderingspercentage tegenover het voorgaande kwartaal.

inkomen van de huishoudens werd immers positief beïnvloed door de verlagingen van de directe belastingen in een aantal landen van het eurogebied aan het einde van 2000 en het begin van 2001. Het koopkrachtverlies ten gevolge van de hoge inflatiecijfers in de eerste maanden van 2001 maakte dit gunstige effect echter ongedaan. De groei van de particuliere consumptie verzwakte na het eerste kwartaal en bleef gering in de rest van het jaar, hoewel de groei van het reële beschikbare inkomen in de tweede helft van 2001 werd ondersteund door een afname van de inflatie. Wellicht hebben de consumenten hun bestedingen slechts vertraagd en onvolledig aangepast aan de belastingverlagingen en speelde ook de toegenomen onzekerheid over de groei- en werkgelegenheidsvooruitzichten een rol, deels als gevolg van de verslechtering in de externe omgeving. In 2001 als geheel nam de particuliere consumptie toe met 1,8%, tegen 2,5% in het voorgaande jaar. Eind 2000 stond het consumentenvertrouwen nog op een recordpeil, maar sindsdien is het fors afgenomen naarmate de werkloosheidsvooruitzichten en de algemene economische perspectieven in het

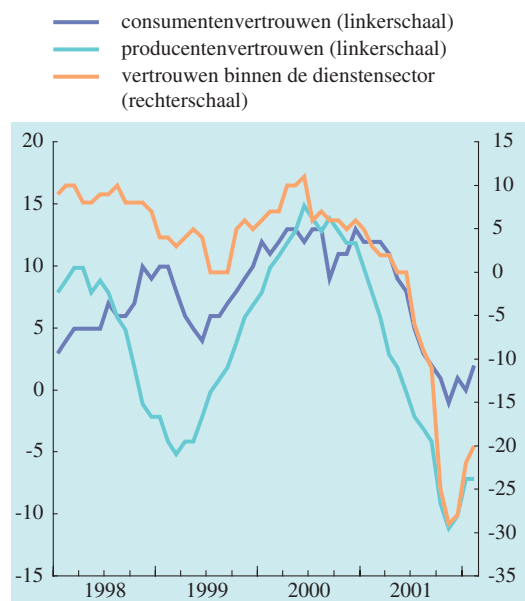
licht van de groeiende onzekerheid aanzienlijk verslechterden (zie Grafiek 17).

De brutovorming van vast kapitaal vermindert in 2001 met 0,2% ten opzichte van het jaar voordien, na een krachtige groei van meer dan 5% in 1998 en 1999, en meer dan 4% in 2000. Die zwakke investeringen vinden, althans gedeeltelijk, hun oorsprong in de neerwaartse druk van de hoge olieprijs op de winsten, alsmede in de zwakke buiten- en binnenlandse vraag, die aanleiding gaf tot een inkrimping van de bezettingsgraad. De verslechtering van het externe klimaat in de loop van 2001 vergrootte ook de onzekerheid omtrent het tijdstip van een eventuele opleving, een onzekerheid die nog werd versterkt door de terroristische aanslagen in de Verenigde Staten. Ondanks de gunstige financieringsvoorwaarden en de voortgezette loonmatiging verkozen de bedrijven dan ook hun investeringsbeslissingen uit te stellen.

Grafiek 17

Vertrouwensindicatoren voor het eurogebied

(procentuele saldi)



Bron: Conjunctureenquêtes van de Europese Commissie.

Toelichting: Alle gegevens zijn voor seizoen gecorrigeerd. De getoonde gegevens zijn berekend als afwijkingen van het gemiddelde over de periode vanaf januari 1985 voor het consumenten- en producentenvertrouwen en vanaf april 1995 voor het vertrouwen binnen de dienstensector.

Uitvoer- en invoergroei liepen nagenoeg even sterk terug

De uit- en invoer van het eurogebied namen in 2001 met respectievelijk 3,4% en 1,8% toe, wat in beide gevallen bijna 9 procentpunten minder is dan in 2000. Als gevolg daarvan bleef de bijdrage van de netto-uitvoer tot de reële bbp-groei in 2001 onveranderd ten opzichte van die van het voorgaande jaar.

De gegevens uit de nationale rekeningen over de uit- en invoer van het eurogebied omvatten de handel tussen de landen van het eurogebied onderling en weerspiegelen derhalve zowel buiten- als binnenlandse invloeden. De volumegegevens uit de buitenlandse-handelsstatistieken over de externe en interne goederenhandel van het eurogebied duiden erop dat de daling van de groei op jaarbasis van de uitvoer naar landen buiten het eurogebied bijna tegelijkertijd inzette als de afname van de uitvoer naar lidstaten van het eurogebied, maar dat de eerstgenoemde in de loop van 2001 iets sterker was. Aan die dalingen lagen echter verschillende determinanten ten grondslag: de uitvoer naar landen buiten het eurogebied werd vooral beïnvloed door de inkrimping van de buitenlandse vraag in de loop van het jaar, terwijl de uitvoer naar lidstaten van het eurogebied voortvloeide uit de verzwakking van de binnenlandse vraag in het eurogebied (zie Grafiek 18).

Verschillen tussen reële bbp-groei in landen van het eurogebied gedaald in 2001

In 2001 daalde het verschil in bbp-groei tussen de twee eurolanden met de hoogste en de laagste groeicijfers van 8,5 procentpunten in 2000 tot ongeveer 5,5 procentpunten. De standaardafwijking verminderde van 2,5 procentpunten in 2000 tot bijna 1,7 procentpunt. De gemiddelde reële bbp-groei op jaarbasis liep in 2001 scherp terug in alle eurolanden, zonder uitzondering, hoewel de omvang van de groeivertraging enigszins verschilde.

Vertraging van de reële bbp-groei aanvankelijk veroorzaakt door een inkrimping van de industriële activiteit

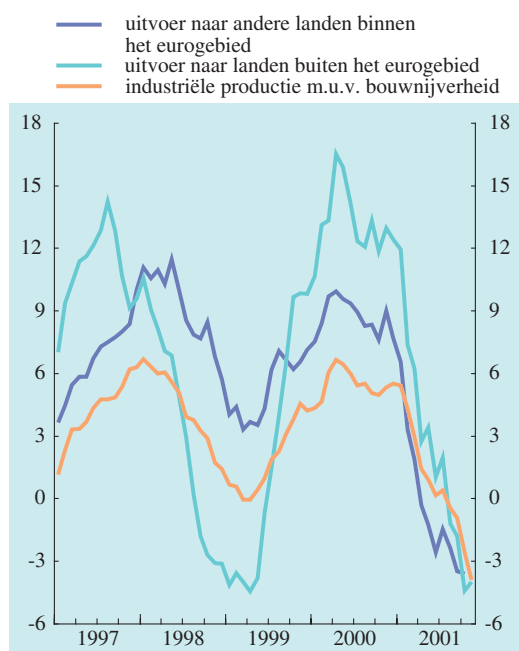
De negatieve externe factoren hadden het sterkste en meest directe effect op de productie in de industriële sector. Over heel 2001 groeide de reële toegevoegde waarde in de industrie met uitzondering van de bouwnijverheid met 1,0%, na een stijging met meer dan 4% in het voorgaande jaar (zie Tabel 6). Op kwartaalbasis was de groei positief in het eerste kwartaal van 2001, maar hij werd negatief in de rest van het jaar. Dit bepaalde grotendeels het profiel van de reële bbp-groei.

De productie in de industrie (met uitzondering van de bouwnijverheid en de energiesector) begon in het eerste kwartaal van 2001 af te nemen, wat aanvankelijk te wijten was aan productiedalingen voor halffabrikaten en in de

Grafiek 18

Uitvoer van goederen voor het eurogebied en industriële productie

(volume, mutaties in procenten per jaar)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De getoonde gegevens zijn berekend op basis van gecentreerde driemaands voortschrijdende gemiddelden.

sector consumptiegoederen (zie Tabel 7). In het tweede kwartaal werd de vermindering van de totale productie versterkt door een inkrimping in de sector investeringsgoederen. In 2001 als geheel nam de productiegroei sterk af voor de investeringsgoederen en de halffabrikaten, en kwam hij in beide gevallen bijna 7 procentpunten lager uit dan in 2000. Voor uitvoergevoelige sectoren weerspiegelt dit vooral de negatieve invloed van het ongunstiger wordende externe klimaat, die werd versterkt door het wegvallen van de sterke expansie in de sectoren waar informatie- en communicatie-apparatuur wordt geproduceerd. In het eurogebied liep de groei in de fabricage van radio-, televisie-, en communicatie-apparatuur, samen met de vervaardiging van kantoor machines en computers, terug van bijna 20% in 2000 tot ongeveer -2% in 2001. Terwijl de groei in de sector investeringsgoederen in 2001 als geheel positief bleef, was die bij de halffabrikaten negatief. Het groeiverlies in de sector consumptiegoederen bleef relatief binnen de perken: de groei zakte van 2,4% in 2000 tot een nulgroei in 2001, maar dit was hoofdzakelijk toe te schrijven aan de beperkte vertraging in de productie van niet-duurzame consumptiegoe-

deren, terwijl de productie van duurzame consumptiegoederen veel sterker verzwakte.

De productie in de bouwnijverheid, afgemeten aan de reële toegevoegde waarde, verminderde met 0,6% in 2001, na een groei met bijna 2% in de voorgaande twee jaren. Die vermindering in 2001 was grotendeels toe te schrijven aan de zwakkere bedrijvigheid in de bouwnijverheid in de eerste helft van het jaar, terwijl tekenen van een stabilisatie te zien waren in de tweede jaarhelft. De zwakke activiteit in de bouwnijverheid was aan verschillende factoren toe te schrijven. Gedurende de voorbije jaren van sterke economische groei steeg vooral de bouw van woningen en kantoorgebouwen, waardoor in sommige landen een overaanbod ontstond. Bovendien kan de in de loop van 2001 toegenomen onzekerheid over de groei- en werkgelegenheidsvooruitzichten de bedrijven en de huishoudens – ondanks de gunstige financieringsvoorwaarden – ertoe hebben aangezet investeringsbeslissingen uit te stellen. Deze investeringsbeslissingen brengen immers belangrijke financiële verplichtingen met zich, die in hoge mate onherroepelijk zijn.

Tabel 7
Industriële productie in het eurogebied
(mutaties in procenten)

	Jaarcijfers ¹⁾								Kwartaalcijfers ²⁾				
	1999	2000	2001	2000 kw 4	2001 kw 1	2001 kw 2	2001 kw 3	2001 kw 4	2000 kw 4	2001 kw 1	2001 kw 2	2001 kw 3	2001 kw 4
Totale industrie m.u.v. bouwnijverheid	2,0	5,5	0,2	5,2	4,3	0,9	-0,4	-3,9	1,6	-0,4	-1,1	-0,5	-1,9
<i>naar hoofdsectoren:</i>													
Totale industrie m.u.v. bouwnijverheid en energie	1,8	5,8	-0,2	5,5	4,5	0,5	-0,7	-4,8	1,4	-0,3	-1,6	-0,2	-2,3
Halffabrikaten	1,5	5,8	-1,3	5,1	2,9	-0,2	-1,6	-6,0	1,7	-1,3	-1,5	-0,5	-2,6
Investeringsgoederen	2,4	8,6	1,4	8,9	8,1	1,6	0,3	-3,8	1,7	0,6	-1,7	-0,5	-1,9
Consumptiegoederen	1,7	2,4	0,0	2,0	3,3	0,4	0,0	-3,4	1,3	-1,7	0,4	0,1	-2,1
Duurzame consumptiegoederen	1,3	5,8	-2,6	4,0	3,1	-1,8	-3,8	-7,5	1,3	-1,1	-2,0	-1,5	-2,2
Niet-duurzame consumptiegoederen	1,8	1,7	0,5	1,6	3,3	0,8	0,8	-2,5	1,3	-1,8	0,9	0,4	-2,0
Energiesector	1,6	1,5	0,4	0,1	-1,6	1,0	0,7	1,9	-1,8	-0,0	1,7	0,3	0,1
Verwerkende industrie	1,9	5,9	0,1	5,8	5,2	0,9	-0,5	-4,6	1,9	-0,4	-1,5	-0,6	-2,3

Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

- 1) Jaarcijfers: mutaties in procenten tegenover de overeenkomstige periode een jaar eerder; voor aantal werkdagen gecorrigeerde gegevens.
- 2) Kwartaalcijfers: mutaties in procenten tegenover het voorgaande kwartaal; voor seizoen en aantal werkdagen gecorrigeerde gegevens.

Tabel 8**Arbeidsmarktontwikkelingen in het eurogebied***(mutaties in procenten per jaar; procenten)*

	1999	2000	2001	1999 kw 3	1999 kw 4	2000 kw 1	2000 kw 2	2000 kw 3	2000 kw 4	2001 kw 1	2001 kw 2	2001 kw 3	2001 kw 4
Beroepsbevolking	0,7	0,9	.	0,7	0,6	0,7	0,9	0,9	1,1	1,1	0,9	0,8	.
Werkgelegenheid	1,6	2,1	.	1,6	1,6	1,8	2,1	2,1	2,2	2,1	1,6	1,2	.
Landbouw ¹⁾	-2,9	-1,5	.	-2,8	-2,5	-1,9	-1,8	-1,6	-0,8	-0,0	-0,6	-1,3	.
Industrie ²⁾	0,3	1,0	.	0,2	0,3	0,7	1,0	1,1	1,3	1,2	0,8	0,3	.
– m.u.v. bouwnijverheid	-0,0	0,8	.	-0,2	-0,1	0,1	0,8	1,0	1,3	1,4	0,8	0,2	.
– bouwnijverheid	1,0	1,6	.	1,3	1,3	2,4	1,5	1,0	1,4	0,8	0,8	0,7	.
Diensten ³⁾	2,6	2,8	.	2,5	2,4	2,6	2,9	2,8	2,8	2,5	2,1	1,8	.
Werkloosheidsgraden ⁴⁾													
Totaal	9,8	8,8	8,3	9,7	9,4	9,2	8,9	8,7	8,5	8,4	8,3	8,3	8,4
Jonger dan 25 jaar	19,2	17,4	16,5	18,9	18,3	18,0	17,5	17,2	16,7	16,5	16,5	16,5	16,7
25 jaar en ouder	8,5	7,7	7,2	8,4	8,2	8,0	7,7	7,5	7,4	7,3	7,2	7,2	7,3

Bronnen: Nationale gegevens en berekeningen van de ECB voor gegevens over de beroepsbevolking; Eurostat voor werkgelegenheids- en werkloosheidsgegevens.

1) Omvat tevens visserij, jacht en bosbouw.

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

3) Met uitzondering van extraterritoriale organen en instellingen.

4) Procenten van de beroepsbevolking overeenkomstig de ILO-aanbevelingen.

Ontwikkelingen van de activiteit in de dienstensector liepen enigszins achter op die in de industrie

De groei van de reële toegevoegde waarde in de dienstensector liep in 2001 met bijna 1 procentpunt terug, in hoofdzaak als gevolg van een vertraging in de groei van marktgebonden diensten van 4,5% in 2000 tot 3,1% in 2001. Waarschijnlijk hadden alle belangrijke schokken die de economische groei in het eurogebied in 2001 troffen, een rechtstreekse negatieve weerslag op de bedrijvigheid in de marktgebonden diensten. Zo hadden de hoge olieprijsen en de terroristische aanslagen een ongunstige invloed op de activiteit in de transportsector. Bovendien was de teruglopende productiegroei voor marktgebonden diensten mogelijk een uitgestelde reactie op de daling van de industriële bedrijvigheid, aangezien een ruim deel van de zakelijke dienstverlening verband houdt met het productieproces in de industriële sector.

Werkgelegenheidsgroei vertraagde aanzienlijk in 2001

Gemiddeld is de werkgelegenheid in het eurogebied in 2001 langzamer gegroeid (met zowat 1,4%) dan in de voorgaande drie jaren, namelijk 2,1% in 2000 en 1,6% in zowel 1999 als 1998 (zie Tabel 8). De werkgelegenheidsgroei op kwartaalbasis is in de loop van het verslagjaar sterk vertraagd van 0,5% in het laatste kwartaal van 2000 tot vrijwel nihil in het laatste kwartaal van 2001, wat met enige vertraging de sinds de tweede helft van 2000 opgetekende verslechtering van de economische activiteit weerspiegelde.

Alle sectoren droegen bij tot de tragere groei van de totale werkgelegenheid in 2001 (zie Tabel 8). De scherpe daling van de werkgelegenheidsgroei in de marktgebonden diensten (handel, transport, financiële en zakelijke dienstverlening), die meer dan een derde van de totale werkgelegenheid uitmaken, was blijkbaar de voornaamste stuwende kracht achter de vertraging in de werkgelegenheidsgroei. Na een relatief forse stijging van de industriële werkgelegenheid in 2000, daalde de werkgelegenheidsgroei in de eerste drie kwartalen van 2001 zowel in de bouwnijver-

heid als in de verwerkende industrie. De werkgelegenheidsgroei is in deze sectoren doorgaans zeer gevoelig voor ontwikkelingen in de economische activiteit. De werkgelegenheid in de landbouwsector liep in 2001 verder terug, zij het in een iets trager tempo dan de voorafgaande jaren. Met een groei op jaarbasis van meer dan 2,1% gemiddeld in de eerste drie kwartalen van 2001 bleef de dienstensector de netto banengroei ondersteunen, zij het in een matiger tempo dan in 2000.

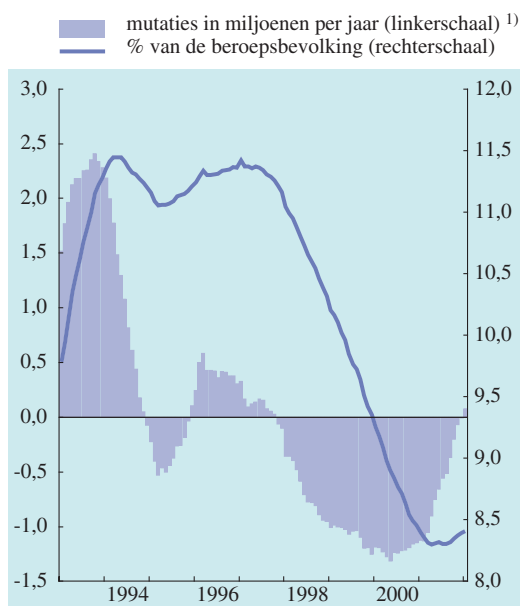
Werkloosheid bleef grotendeels onveranderd in 2001

De gestandaardiseerde werkloosheidsgraad bedroeg in 2001 gemiddeld 8,3%, tegen 8,8% in 2000. In tegenstelling tot de sterke en gestage werkloosheidsdaling die van medio 1997 tot eind 2000 werd opgetekend, gaf de werkloosheidsgraad in het eurogebied van januari tot april 2001 een lichte daling te zien, bleef hij stabiel tussen mei en augustus, en nam hij toe in het laatste deel van het jaar, in

overeenstemming met de vertraging van de werkgelegenheidsgroei (zie Grafiek 19). Het aantal werklozen in het eurogebied verminderde in de loop van het jaar met slechts 7.000, na een daling met meer dan een miljoen per jaar in de periode van 1998 tot 2000. In 2001 waren er gemiddeld ongeveer 11,4 miljoen werklozen in het eurogebied, een aantal dat voor het laatst werd opgetekend in 1992. Deze ontwikkelingen deden zich voor tegen de achtergrond van een aanhoudend sterke groei van de beroepsbevolking (zowat 0,9%) in 2001.

Hoewel alle leeftijdsgroepen en zowel mannen als vrouwen de negatieve weerslag onderzochten van de minder gunstige ontwikkelingen op de arbeidsmarkt, bleken de categorieën waarvoor de werkloosheidsgraad hoger is, namelijk vrouwen en jongeren, niet in sterkere mate onder de recente economische teruggang te hebben geleden. Over het geheel genomen, bleef de jeugdwerkloosheid tussen het laatste kwartaal van 2000 en het vierde kwartaal van 2001 nagenoeg onveranderd op 16,7%, terwijl de werkloosheidsgraad onder de groep van 25 jaar en ouder in dezelfde periode met 0,1 procentpunt terugliep tot 7,3%. De werkloosheid volgde voor beide leeftijdsgroepen een soortgelijk patroon, met een daling tot het voorjaar van 2001 en een stijging van het einde van de zomer tot december 2001. Terwijl de werkloosheidsgraad bij mannen gedurende 2001 toenam, is de werkloosheid bij vrouwen verder afgenomen, zij het in een trager tempo dan in 2000. Daardoor bleef de kloof tussen de gemiddelde werkloosheidsgraad bij mannen (6,9%) en die bij vrouwen (10,2%) in 2001 licht versmallen. Al met al werd de convergentie van de werkloosheidscijfers naar leeftijdsgroep en geslacht, die zeer aanzienlijk was gedurende de periode van sterke economische groei tussen 1997 en 2000, in de loop van 2001 voortgezet waar het de verhouding tussen mannen en vrouwen betreft, terwijl de convergentie tussen de leeftijdsgroepen tot stilstand kwam.

Grafiek 19
Werkloosheid in het eurogebied
(maandgegevens; voor seizoenen gecorrigeerd)



Bron: Eurostat.

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

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

De werkloosheidstoename deed zich voor in de meeste eurolanden. Bepaalde landen met

een hoge werkloosheid tekenden in de loop van het jaar echter een daling op van hun respectieve werkloosheidscijfers. Bijgevolg zijn de verschillen tussen de werkloosheidscijfers in de verschillende eurolanden in 2001 verder afgenomen.

De relatief goede werkgelegenheidsprestaties die het eurogebied over de laatste jaren als

geheel liet optekenen, zijn wellicht gedeeltelijk toe te schrijven aan de hervormingen in de arbeids- en productenmarkten en aan de voortgezette loonmatiging. De recente vooruitgang bij de structurele hervormingen in de producten- en arbeidsmarkten in het eurogebied wordt besproken in Kader 4.

Kader 4

Vooruitgang bij de structurele hervormingen van de product- en arbeidsmarkten in het eurogebied

Structurele hervormingen die een verhoging van de flexibiliteit van de product- en arbeidsmarkten beogen, kunnen grote economische voordelen hebben en verlagen de aanpassingskosten bij economische schokken. Tegen die achtergrond onderstreepte de Europese Raad van Lissabon in maart 2000 het belang van structurele hervormingen ter bevordering van groei en werkgelegenheid in de EU. Deze boodschap werd herbevestigd in de conclusies van de Europese Raden van Stockholm, Laken en Barcelona in 2001 en 2002. In het bijzonder acht de Europese Raad hervormingen van de product- en arbeidsmarkten voor de EU onontbeerlijk om de meest concurrerende en dynamische economie ter wereld te worden. In dit kader wordt een beknopt overzicht gegeven van de in de loop van 2001 geboekte vooruitgang bij de structurele hervormingen van de product- en arbeidsmarkten van het eurogebied.

De laatste jaren werden enige vorderingen gemaakt in het vlak van structurele hervormingen in de *productmarkten* in het eurogebied, vooral wat de integratie van de goederenmarkten en de regelgeving met betrekking tot de netwerkindustrieën betreft. De integratie van de productmarkten heeft zich in 2001 voortgezet, hoewel sommige van de overeengekomen maatregelen pas binnen enkele jaren zullen worden uitgevoerd. Het gemiddelde percentage niet-uitgevoerde richtlijnen betreffende de Interne Markt daalde in de eurolanden van zowat 3,3% in november 2000 tot ongeveer 2,7% in oktober 2001. Voorts heeft de Raad van Ministers in oktober 2001 het statuut van de Europese vennootschap goedgekeurd. Dit statuut biedt ondernemingen de mogelijkheid een vennootschap te vormen die in de gehele EU kan opereren en onder de rechtstreeks in alle lidstaten geldende Gemeenschapswetgeving valt. In verband met de aanpassingen aan de regelgeving in de netwerkindustrieën werd overeenstemming bereikt over een grondiger – zij het nog onvolledige – liberalisering van de postsector in de EU. Voorts werd een nieuw pakket van richtlijnen over hervormingen in de telecommunicatiesector goedgekeurd. In zoverre die hervormingen erin slagen het concurrentiepeil in de productmarkten van het eurogebied de facto te verhogen, kunnen ze wellicht resulteren in een neerwaartse invloed op de consumptieprijzen en in betere werkgelegenheids- en groeivoorzichten op langere termijn.

Ondanks de voormelde bemoedigende ontwikkelingen verliep de liberalisering in de verschillende lidstaten niet even snel en bleef het marktaandeel van de reeds aanwezige aanbieders zeer ruim. Er dient tevens te worden opgemerkt dat de EU-lidstaten het niet eens zijn geworden over een aantal belangrijke hervormingsplannen in 2001, zoals de ontwerp-overnamerichtlijn en een voor de gehele EU geldend octrooistelsel. De Europese Raad heeft in Barcelona beslist dat alle niet-particuliere consumenten vanaf 2004 in staat moeten zijn vrij hun elektriciteits- en gasleveranciers te kiezen. In verband met de openstelling van de markt voor huishoudens werden echter geen verbintenissen aangegaan. Bovendien is de distributie van elektriciteit en gas in de meeste landen nog steeds een wettelijk regionaal of lokaal monopolie en het gevaar bestaat dat de meeste voordelen van de liberalisering in de wacht zullen worden gesleept door monopolisten en niet ten goede zullen komen aan de consumenten.

In de *arbeidsmarkten* van het eurogebied verschilden de structurele hervormingen van land tot land. In tegenstelling tot de hervorming van de productmarkten, waar de implementatie van structurele aanpassingen vaak gekoppeld is aan de toepassing van EC-richtlijnen, berust de arbeidsmarkthervorming vooral op nationale initiatieven.

In 2001 gingen sommige eurolanden over tot hervormingen ter verlaging van de belastingdruk op arbeid ten einde meer arbeidsstimuli te creëren. Die inspanningen sloten aan bij de in de jaren negentig steeds belangrijker wordende trend om de belastingen en de sociale-zekerheidsbijdragen terug te schroeven. Enige lidstaten hebben tevens maatregelen aangekondigd of ten uitvoer gelegd om het zoeken naar werk te vergemakkelijken, hetzij door te trachten de arbeidsstimuli op te voeren via hervormingen in het stelsel van werkloosheidsuitkeringen, hetzij door te streven naar een efficiëntere dienstverlening door de arbeidsbemiddelingsbureaus. Ten slotte werden enkele inspanningen geleverd om het gebruik van deeltijdarbeidsovereenkomsten uit te breiden. Een versoepeling van de wetgeving ter bescherming van de werkgelegenheid stond in 2001 niet op de agenda.

Het aanhoudend hoge werkloosheidspeil en de lage arbeidsmarktparticipatie in verscheidene eurolanden wijzen erop dat verdere en meer diepgaande arbeidsmarkthervormingen noodzakelijk zijn. Van bijzonder belang zijn flexibele lonen en een grotere loondifferentiatie, hervormingen van de belasting- en uitkeringsstelsels die het zoeken naar een baan in plaats van niet-participatie aanmoedigen, een verbeterd onderwijs, opleiding en levenslang leren om te voorkomen dat het menselijke kapitaal in waarde afneemt en achterop raakt, en minder restrictieve voorschriften ter bescherming van de werkgelegenheid. Overigens waren de werkgelegenheidsgroei en de werkloosheidsdaling gedurende de jaren van stevige economische expansie van 1997-2000 omvangrijker dan eerder in de jaren negentig, wat aangeeft dat de arbeidsmarkthervormingen in het eurogebied de laatste jaren in de goede richting gingen.

Kortom, de bestaande belemmeringen voor flexibiliteit en concurrentie in de product- en arbeidsmarkten van het eurogebied worden geleidelijk uit de weg geruimd, maar er zijn nog aanzienlijke inspanningen nodig ter verwezenlijking van de ambitie om van de EU de meest concurrerende en dynamische economie ter wereld te maken. Zoals de Europese Raad in 2002 te Barcelona beklemtoonde, moet er derhalve specifieke aandacht worden besteed aan de bevordering van de werkgelegenheid en de integratie van de Europese markten.

5 Begrotingsontwikkelingen

Verslechtering van de begrotingssaldi in 2001

Het gemiddelde begrotingssaldo in het eurogebied is in 2001 voor het eerst sinds 1993 verslechterd. Volgens de meest recente gegevens van Eurostat bedroeg het tekort 1,3% bbp, tegen 0,8% in 2000 (in beide cijfers zijn de opbrengsten van de verkoop van UMTS-licenties buiten beschouwing gelaten) (zie Tabel 9). Met inbegrip van de UMTS-opbrengsten sloeg het in 2000 opgetekende overschot van 0,2% om in een tekort van 1,3% bbp in 2001. Tot de factoren die de verslechtering van de begrotingsresultaten verklaren, behoren de werking van de automatische stabilisatoren tegen de achtergrond van de vertraging van de economische activiteit en de aanzienlijke belastingverlagingen waartoe sommige landen van het eurogebied overgingen zonder dat ze die compenseerden met een toerei-

kende beheersing van de uitgaven. Bijgevolg waren de meeste landen niet in staat de begrotingssaldi te bereiken die in de eind 2000 en in het begin van 2001 voorgelegde stabiliteitsprogramma's werden nagestreefd. Gemiddeld werd 0,7% bbp van die doelstellingen afgeweken.

Hoewel het gemiddelde tekort in het eurogebied verslechterde, slaagden enkele landen erin hun begrotingssaldi in 2001 te verbeteren (Griekenland, Spanje, Italië en Oostenrijk), wat in bepaalde gevallen deels toe te schrijven was aan de vertraagde invloed van de hoge economische groei in 2000 op de belastingontvangsten en aan eenmalige maatregelen. Terwijl in zeven landen de begroting in 2001 in evenwicht was of een overschot vertoonde en één land een begrotingstekort van minder dan 0,5% bbp liet optekenen, bleven de overige vier landen (Duitsland, Frank-

Tabel 9**Begrotingsposities in het eurogebied***(procenten bbp)***Overheidssurplus (+) of -deficit (-)**

	1998	1999	2000	2001
Eurogebied	-2,2	-1,3	-0,8	-1,3
België	-0,9	-0,6	0,1	0,0
Duitsland	-2,2	-1,6	-1,3	-2,7
Griekenland	-2,4	-1,7	-0,8	-0,3
Spanje	-2,6	-1,1	-0,4	0,0
Frankrijk	-2,7	-1,6	-1,3	-1,5
Ierland	2,3	2,3	4,5	1,7
Italië	-2,8	-1,8	-1,7	-1,4
Luxemburg	3,2	3,8	5,8	5,0
Nederland	-0,8	0,4	1,5	0,2
Oostenrijk	-2,4	-2,2	-1,9	0,1
Portugal	-2,3	-2,2	-1,9	-2,2
Finland	1,3	1,9	7,0	4,9

Brutoschuld van de totale overheid

	1998	1999	2000	2001
Eurogebied	73,7	72,6	70,1	69,1
België	119,3	115,0	109,3	107,5
Duitsland	60,9	61,3	60,3	59,8
Griekenland	105,0	103,8	102,8	99,7
Spanje	64,6	63,1	60,4	57,2
Frankrijk	59,5	58,5	57,4	57,2
Ierland	55,1	49,6	39,0	36,6
Italië	116,4	114,5	110,6	109,4
Luxemburg	6,3	6,0	5,6	5,5
Nederland	66,8	63,1	56,0	53,2
Oostenrijk	63,9	64,9	63,6	61,7
Portugal	54,8	54,2	53,4	55,6
Finland	48,8	46,8	44,0	43,6

Bronnen: Eurostat en de ECB voor de aggregaten van het eurogebied.

Toelichting: De gegevens zijn gebaseerd op het ESR 95. Begrotingssaldi met uitzondering van de opbrengsten uit de verkoop van UMTS-licenties.

rijk, Italië en Portugal) relatief hoge tekorten vertonen. In Duitsland en Portugal lagen de opgetekende tekorten zelfs ongeveer 1 procentpunt boven de in de vorige stabiliteitsprogramma's vastgelegde doelstelling. In 2001 kwamen zowel het Portugese tekort van 2,2% bbp als met name het Duitse van 2,7% bbp in de buurt van de in het Verdrag van Maastricht vastgelegde referentiewaarde van 3%. Slechts vier landen (Spanje, Luxemburg, Oostenrijk en Finland) slaagden erin de doelstellingen uit de vorige stabiliteitsprogramma's te halen en twee daarvan (Luxemburg en Oostenrijk)

overtroffen hun begrotingsdoelstelling nog in ruimere mate.

De overheidsuitgaven in het eurogebied zijn in 2001 licht gedaald als gevolg van de gestaag afnemende rentelasten. De primaire uitgavenquote is licht gestegen, na een daling met zowat $\frac{3}{4}$ procentpunt in 2000. Ongeveer de helft van de landen slaagde erin het aandeel van de overheidsuitgaven in het bbp verder terug te schroeven. De overheidsinvesteringen in het eurogebied bleven in 2001 stabiel op een peil van 2,5% bbp. Net als in de vorige jaren werden in vele landen de beoogde uit-

gaven voor gezondheidszorg in 2001 overschreden. Op enkele uitzonderingen na daalden de overheidsontvangsten als percentage van het bbp in 2001 in alle eurolanden, als gevolg van met name belangrijke verlagingen van de belastingen en de sociale-zekerheidsbijdragen in tal van lidstaten (België, Duitsland, Frankrijk, Ierland, Italië, Luxemburg, Nederland en Finland).

De ratio van de overheidsschuld in het eurogebied is in 2001 met 1,0 procentpunt teruggelopen tot 69,1%. De daling was geringer dan de oorspronkelijke doelstelling, als gevolg van verslechterende begrotingssaldi en een lager dan verwachte economische groei. De schuld-ratio is echter in geen enkel land van het eurogebied gestegen, behalve in Portugal. De reductie was met name aanzienlijk in Spanje en Griekenland, waar de schuldratio met 3 procentpunten of meer afnam. De schuldtekortaanpassingen, die het tekort onveranderd laten maar een invloed hebben op het peil van de overheidsschuld, bedroegen in 2001 0,3% bbp. Een aanvullende verklaring voor de beperkte daling van de schuldratio is dat in sommige landen aanzienlijke bedragen uit privatiseringen werden aangewend voor andere financiële transacties, zoals kapitaalinjecties in overheidsbedrijven.

Volgens gegevens van de Europese Commissie werd, na de verruiming van het begrotingsbeleid in 2000, in het eurogebied een soepeler begrotingskoers gevolgd in 2001, zoals blijkt uit een verdere daling van het conjunctuurvrije primaire overschot. Die versoepeling kwam het duidelijkst tot uiting in landen waar aanzienlijke belastingverlagingen plaatsvonden zonder dat daar een toereikende beheersing van de uitgaven tegenover stond. Afgezien van deze discretionaire verruiming van het begrotingsbeleid werden de begrotingsuitkomsten in 2001 ook beïnvloed door de werking van de automatische stabilisatoren. Dat de begrotingsresultaten slechter uitvielen dan de oorspronkelijke doelstellingen uit de stabiliteitsprogramma's, is hoofdzakelijk toe te schrijven aan de budgettaire weerslag van de economische achteruitgang ten opzichte van de achteraf gezien relatief optimistische macro-

economische prognoses waarop de oorspronkelijke begrotingsprogramma's voor 2001 gebaseerd waren, aangezien de meeste landen de vrije werking van de automatische stabilisatoren niet aan banden legden.

Beoordeling van de stabiliteitsprogramma's

Uit een vergelijking van de doelstellingen voor 2002 die omschreven zijn in de eind 2001 ingediende stabiliteitsprogramma's met de doelstellingen uit de vorige, ongeveer een jaar eerder voorgelegde programma's, blijkt dat de meeste landen hun nominale begrotingsdoelstelling hebben aangepast aan het verslechterde economische klimaat. Dit heeft te maken met de slechter dan verwachte begrotingsuitkomsten in 2001, alsook met de werking van de automatische stabilisatoren in 2002. Over het geheel genomen, stellen de bijgewerkte stabiliteitsprogramma's voor het eurogebied in 2002 een enigszins restrictieve begrotingskoers in het vooruitzicht.

Landen die nog te kampen hebben met begrotingsonevenwichtigheden dienen hun inspanningen op te voeren om een begrotingspositie te verwezenlijken die "nagenoeg in evenwicht is of een overschot vertoont". Op dit ogenblik hebben sommige van die landen zeer weinig armslag om de automatische stabilisatoren verder te laten werken, omdat de nominale tekorten de referentiewaarde van 3% bbp benaderen. De tekorten zouden zelfs boven dat peil kunnen uitstijgen indien de geplande saneringsmaatregelen minder doeltreffend zijn dan verwacht, als de uitgavennorm opnieuw wordt overschreden, of indien het economische herstel zwakker zou zijn of zich later zou voordoen dan de relatief optimistische aannames voor de economische groei in sommige stabiliteitsprogramma's aangaven.

De meest recente stabiliteitsprogramma's bevestigen dat Italië tegen 2003 en Duitsland, Frankrijk en Portugal tegen 2004 een begrotingsevenwicht willen bereiken. Het vasthouden aan die verbintenis voorkomt dat de middellange-termijndoelstelling van een begroting die nagenoeg in evenwicht is of een

overschot vertoont, een “moving target” wordt. Op die manier blijft het stabiliteits- en groeipact geloofwaardig. Niettemin zijn de vereiste maatregelen om een dergelijk doel te bereiken, niet altijd nauwkeurig omschreven. Bovendien wordt de verwezenlijking van de tekortdoelstellingen soms nagestreefd via eenmalige maatregelen, zoals de verkoop van vastgoed, wat geen duurzame begrotingsconsolidatie vormt (dit geldt met name voor Italië in 2002 en 2003, waar de eenmalige maatregelen zullen moeten worden vervangen door permanente maatregelen waarover momenteel wordt onderhandeld).

Gelet op de begrotingsontwikkelingen in 2001 en de verwachte resultaten voor 2002 kregen Portugal en Duitsland in januari 2002 van de Commissie een vroegtijdige waarschuwing. De Ecofin-Raad beschouwde de daaropvolgende bevestiging en zelfs versteviging van de begrotingsverplichtingen door die twee landen als een toereikend antwoord op de bezorgdheid die ten grondslag lag aan de aanbeveling van de Commissie, en spoorde de landen die nog te kampen hebben met onevenwichtigheden in zijn adviezen over hun bijgewerkte stabiliteitsprogramma's krachtig aan tegen 2003/2004 gezonde begrotingsposities te verwezenlijken.

Landen die reeds een gezonde begrotingspositie hebben bereikt, zouden de automatische stabilisatoren symmetrisch moeten laten werken gedurende de conjunctuurencyclus, wat zou bijdragen tot macro-economische stabiliteit. Een discretionair cyclisch begrotingsbeleid is daarentegen niet gerechtvaardigd omdat het in het verleden niet de verwachte gunstige effecten sorteerde. Lange vertragingen hebben vaak geleid tot een uitgestelde procyclische weerslag van maatregelen die bedoeld waren om de conjunctuurschommelingen te stabiliseren. Bovendien waren de regeringen meer geneigd hun economieën te stimuleren tijdens een conjunctuurvertraging dan de expansie ervan te matigen in tijden van hoogconjunctuur. Vaak legden ze meer ijver aan de dag bij het nemen van uitgavenverhogende maatregelen die enkel als tijdelijk bedoeld waren, dan bij het opheffen ervan wanneer de

economische omstandigheden ze niet langer rechtvaardigden. Indien een dergelijk asymmetrisch gedrag langere tijd aanhoudt, veroorzaakt het een trendmatige stijging van de overheidsuitgaven en de tekorten, die de houdbaarheid van de overheidsfinanciën in gevaar kunnen brengen.

Vooruitgang inzake structurele hervormingen van de overheidsfinanciën

Volgens de conclusies van de in 2000 in Lissabon gehouden Europese Raad over de verhoging van Europa's groeipotentieel zouden structurele hervormingen van de overheidsfinanciën hoog op de agenda moeten staan. Door de economische groei te bevorderen, zorgen weldoordachte begrotingshervormingen niet alleen voor een hogere welvaart maar dragen ze ook bij tot de houdbaarheid van de overheidsfinanciën op langere termijn (zie Kader 5). Al met al werd de rol van de overheidsfinanciën in de ondersteuning van de potentiële groei echter slechts in beperkte mate verbeterd.

De tot dusver uitgevoerde of geplande belastingverlagingen zijn welkom vanuit een structureel oogpunt, aangezien ze de economische groei op de middellange tot lange termijn kunnen verhogen. Ze zouden echter moeten worden voorafgegaan door of ten minste gepaard gaan met compenserende uitgavenbeperkingen om het bereiken of handhaven van gezonde begrotingsposities niet in gevaar te brengen. Gelet op de groeibevorderende rol van de overheidsinvesteringen zouden dergelijke uitgavenbeperkingen zich moeten toespitsen op de huidige uitgaven. In 2002, daarentegen, wordt een toename van de primaire-uitgavenquote met ½ procentpunt verwacht. Aangezien overschrijdingen van de uitgaven in het verleden dikwijls de consolidatie-inspanningen hebben gedwarsboomd, zou de geloofwaardigheid van de begrotingsdoelstellingen bovendien gebaat zijn bij effectieve mechanismen om de uitgaven op alle overheidsniveaus te controleren en te beperken.

Kader 5

Begrotingsbeleid en economische groei op lange termijn

Een van de grote uitdagingen voor het eurogebied is het verbeteren van de lange-termijngroeivoorzichten. Gedurende de laatste vier decennia is de groei in de meeste eurolanden vertraagd en in de jaren negentig bedroeg hij gemiddeld slechts 2%, dat is 1 procentpunt minder dan in de Verenigde Staten. Een van de sleutelfactoren voor die relatief zwakke prestatie was het ontbreken van een dynamische omgeving die bevorderlijk is voor investeringen en voor de creatie van werkgelegenheid. Om een hogere potentiële groei te bereiken, zullen belangrijke begrotingshervormingen nodig zijn.

De bijdrage van de overheidsfinanciën tot de groei op lange termijn

De basisdeterminanten van de groei zijn besparingen, investeringen in menselijk en fysiek kapitaal, technologische veranderingen en werkgelegenheids groei. Het begrotingsbeleid kan die groeideterminanten vooral beïnvloeden via de stabiliteit en de houdbaarheid van de overheidsfinanciën en via het uitgaven- en belastingenbeleid. De rol van het begrotingsbeleid bij de bevordering van de potentiële groei in het eurogebied is gemengd.

Stabiliteit en houdbaarheid van de overheidsfinanciën

Stabiele en houdbare overheidsfinanciën vergen lage tekorten en een geringe overheidsschuld. Een dergelijke begrotingssituatie verstevigt de kans op macro-economische stabiliteit, en werkt een voorspelbaar budgettaire beleidskader en voordelige financieringsvoorwaarden op lange termijn in de hand. Dit creëert vervolgens een omgeving die gunstig is voor investeringen, innovatie en ondernemerschap.

Uitgavenbeleid

De overheidsbestedingen kunnen de groei ook beïnvloeden via het peil en de samenstelling ervan. Uitgavenprogramma's moeten in de regel worden afgewogen tegen de efficiëntie van dergelijke activiteiten (bijvoorbeeld in vergelijking met de particuliere sector), de daaruit voortvloeiende negatieve prikkels die werken, investeren en sparen belemmeren, en de verstoringen teweeggebracht door de belastingen die nodig zijn om ze te financieren. Genereuze sociale uitkeringen, bijvoorbeeld, kunnen een belangrijke hinderpaal zijn voor het aanvaarden van een baan. In de meeste landen van het eurogebied is de overheidssector relatief groot, ook vanuit internationaal oogpunt, en bedragen de overheidsbestedingen meer dan 40% bbp.

Belastingbeleid

Het belastingbeleid is een belangrijke determinant van de groei op lange termijn. Hoge inkomstenbelastingen, vennootschapsbelastingen en belastingen op inkomsten uit kapitaal verminderen met name de wil om te werken, te investeren in opleiding en fysiek kapitaal en te sparen. De financiering van de overheidssector via het belastingbeleid verloopt nog niet voldoende efficiënt; ook internationaal gezien, zijn de marginale inkomstenbelastingen en de gemiddelde belastingdruk nog altijd relatief hoog, en de overheidsinkomsten overschrijden 40% bbp in de meeste landen van het eurogebied. Er is enige vooruitgang geboekt bij de herstructurering van de belastingstelsels en de marginale inkomstenbelastingdruk kon enigszins worden verlicht. De ruimte voor belastingverlagingen is echter gelimiteerd, omdat ze gepaard moeten gaan met een toereikende beperking van de uitgaven.

Het begrotingsbeleid in Europa's groeistrategie

Op de bijeenkomst in Stockholm in maart 2001 werd de Europese Raad het eens over een strategisch plan ter verbetering van de kwaliteit en de houdbaarheid van de overheidsfinanciën, teneinde beter bij te dragen tot de groei en de werkgelegenheid. De strategie is toegespitst op drie sleutelfacetten. Ten eerste dient de overheid een stabiele macro-economische omgeving te ondersteunen via begrotingsconsolidatie en schuldreductie, en zou ze verdere hervormingen van het werkgelegenheidsbeleid en de pensioenstelsels moeten bevorderen. Ten tweede dient ze de belasting- en uitkeringsstelsels arbeidsvriendelijker te maken door middel van belastingverlagingen en hervormingen van de uitkeringsstelsels. Ten derde dient ze de overheidsuitgaven meer te richten op investeringen in fysiek en menselijk kapitaal. Het rapport stelt een veelomvattende strategie voor, die moet uitmonden in een heilzame wisselwerking tussen consolidatie, houdbaarheid en groei teneinde de economische groei en de werkgelegenheid te ondersteunen.

Om die doelstellingen te bereiken, is het van essentieel belang te beschikken over een degelijk institutioneel kader dat stimulansen creëert voor het nastreven van een op stabiliteit en houdbaarheid gericht beleid. Tegelijkertijd dienen hervormingen van de regels en de instellingen die het belasting- en uitgavenbeleid in de eurolanden bepalen, te worden overwogen. Derhalve moet het regelgevende kader dat de betrokkenheid van de overheid bij de financiering en de verstrekking van goederen, diensten en sociale verzekeringen bepaalt, alsmede de manier waarop dergelijke activiteiten plaatsvinden, worden doorgelicht en waar nodig herzien.

6 Wereldwijde macro-economische situatie, wisselkoersen en betalingsbalans

Mondiale economie in 2001 aanzienlijk verslechterd

De mondiale economische groei liep in 2001 aanzienlijk terug, na een recordjaar in 2000. De mondiale bbp-groei in 2001 wordt op 2% geraamd, tegen 4,6% in 2000, de sterkste groei sinds het midden van de jaren tachtig. De groei van de wereldhandel daalde zelfs nog meer, van 12,5% tot naar schatting 0,7%. Belangrijke determinanten van deze vertraging waren de verminderde vraag naar ICT-producten (informatie- en communicatietechnologie), met name in de Verenigde Staten, de algemene verslechtering van de wereldwijde economische situatie en de vertraagde doorwerking van de forse olieprijsstijging in 2000 (zie Kader 6). De terroristische aanslagen van 11 september 2001 deden de onzekerheid nog toenemen en hadden een kortstondige impact op de economische activiteit.

De tienjarige economische expansie in de Verenigde Staten kwam in 2001 tot stilstand en in november 2001 verklaarde het National Bureau of Economic Research (NBER) dat in maart 2001 een recessie had ingezet. In zijn verklaring beklemtoonde het NBER het belang van de terroristische aanslagen van 11 september in de versterking van een reeds duidelijke vertraging van de reële bbp-groei. In 2001 steeg het reële bbp met 1,2%, tegen 4,1% in 2000. Tegelijkertijd steeg de arbeidsproductiviteit in de niet-agrarische bedrijfssector gemiddeld met 1,9%, na een groei van 3,3% in 2000. De sterke inkrimping van de particuliere bedrijfsinvesteringen in vaste activa en van de voorraden was de voornaamste oorzaak van de daling van de reële bbp-

groei. De reële bedrijfsinvesteringen in vaste activa liepen in 2001 met 1,9% terug, terwijl in 2000 nog een stijging van 7,6% was opgetekend. Over het geheel genomen, werd de reële bbp-groei in 2001 ondersteund door de groei van de particuliere consumptie, die 2,1 procentpunten bijdroeg, tegen 3,3 procentpunten in 2000, en door de overheidsbestedingen. De scherpe daling van de reële uitvoer ten opzichte van de reële invoer bracht de bijdrage van de netto buitenlandse handel aan de reële bbp-groei evenwel op -0,1 procentpunt, tegen -0,8 procentpunt in 2000.

Tegen die achtergrond werden de onevenwichtigheden in de Amerikaanse economie niet volledig gecorrigeerd. Vooral de kredietverstrekking aan de particuliere sector bleef groeien, terwijl de netto cash-flow in de bedrijvensector verminderde in verhouding tot de schuldverplichtingen. Ook de schulden van de huishoudens namen verder toe, waardoor de schuldenlast van de huishoudens op een historisch hoog niveau bleef. Voorts droeg de groeivertraging in de Amerikaanse economie slechts in geringe mate bij tot de verbeterde verhouding van het tekort op de lopende rekening ten opzichte van het bbp, van 4,5% in 2000 tot 4,1% in 2001.

De daling van de olieprijsen droeg bij tot een aanzienlijke verlichting van de inflatiedruk in de Verenigde Staten. Gemeten aan de hand van de consumenten- en de producentenprijsindices, daalde de jaarlijkse inflatie in 2001 tot respectievelijk 2,8% en 2%, tegen respectievelijk 3,3% en 3,6% in 2000. Ondanks de verzwakking van de binnenlandse vraag, werd voor het stijgingstempo van de

consumptieprijsindex (CPI) exclusief levensmiddelen en energie, die een meer betrouwbaar beeld van de onderliggende prijsdruk geeft, een marginale stijging tot 2,6% opgetekend, tegen 2,4% in 2000.

Tegen de achtergrond van een vertraging van de economische activiteit die sterker en hardnekkiger bleek dan eerder werd verwacht, verlaagde het Federal Open Market Committee (FOMC) van de Federal Reserve zijn doelstelling voor de fed funds-rente in de loop van het jaar stapsgewijs tot 1,75% op 11 december 2001, het laagste peil sinds veertig jaar; eind 2000 beliep dat richtinggevende tarief nog 6,5%. Volgens de officiële verklaringen van het FOMC werden de monetaire beleidsmaatregelen in 2001 ingegeven door aanhoudende vooruitzichten op een verslechtering van de economische situatie als gevolg van de aanpassing in de ondernemingssector en de gelijktijdige vertraging van de particuliere consumptie. In februari 2001 deed de nieuwe regering het Congres een voorstel voor een permanente lastenverlaging, in het bijzonder met betrekking tot de inkomstenbelasting. In mei 2001 stemde het Congres in met een resolutie waardoor de totale belastingvermindering voor de periode van 2002 tot 2011 op USD 1.350 miljard werd gebracht, in plaats van de oorspronkelijk door de regering voorgestelde USD 1.600 miljard.

Na enkele aarzelande tekenen van economisch herstel in 2000, verslechterde de economische situatie in Japan beduidend. Dat was deels het gevolg van de verzwakking van de

wereldwijde vraag in 2001 in een context van structurele problemen in de particuliere bedrijvensector en een aanhoudende daling van de activaprijzen. Parallel met de snel dalende exportgroei en tegen de achtergrond van toenemende voorraden, ging de industriële productie in het grootste deel van het jaar achteruit, vooral in de ICT-intensieve elektrische machinebouw. De futloosheid van de verwerkende industrie breidde zich geleidelijk uit naar andere economische sectoren en leidde tot een scherpe verslechtering van de arbeidsmarktsituatie: in december 2001 bereikte de werkloosheidsgraad een recordpeil van 5,5%, en het aantal gewerkte uren ging snel achteruit. Als gevolg van de verminderde particuliere consumptie en de vertraging van de brutovorming van vast kapitaal door de ondernemingen, kromp de totale bbp-groei in het tweede en derde kwartaal van 2001, waardoor ongerustheid ontstond over het toenemende aantal verliesgevend leningen en de gezondheid van de financiële sector in het algemeen.

Wat het prijsbeloop betreft, was tijdens het grootste deel van 2001 sprake van oplopende inflatiedruk, wat aanleiding gaf tot een daling van de CPI met gemiddeld 0,7%. Tegen die achtergrond nam de Bank of Japan in 2001 verschillende initiatieven ter versoepeling van het monetaire beleid. De meest opmerkelijke beslissing was de wijziging, medio maart 2001, van haar operationele doelstelling voor de geldmarktoperaties van de daggeldrente op niet-gewaarborgd krediet naar het bedrag van de uitstaande rekening-couranttegoeden bij

Kader 6

Determinanten voor de synchronisatie van internationale conjunctuurcycli

De vertraging van de wereldeconomie in 2001 werd gekenmerkt door een hoge mate van synchronisatie tussen de belangrijkste economieën. Meer gesynchroniseerde conjunctuurcycli zijn een belangrijk gegeven voor economische prognoses en beleidsvorming. Indien de toegenomen synchronisatie tussen conjunctuurcycli het resultaat is van sterkere transmissiemechanismen tussen de conjunctuurcycli in verschillende landen als gevolg van het mondialiseringsproces, kunnen immers ook relatief gesloten en grote economieën meer aan overloopeffecten uit het buitenland worden blootgesteld. In dat geval zou bij het bepalen van de vooruitzichten voor een bepaald land een veel groter belang moeten worden gehecht aan de internationale omgeving. De belangrijkste determinanten voor de synchronisatie van internationale conjunctuurcycli zijn de handelsbetrekkingen, de grensoverschrijdende diversificatie van financiële activa, de transmissie van vertrouwen en gemeenschappelijke economische schokken.

Over het algemeen wordt de onderlinge economische afhankelijkheid tussen verschillende landen in aanzienlijke mate bepaald door de handelsbetrekkingen. Over een lange periode bekeken, lijken die internationale handelsbetrekkingen sterker te zijn geworden, aangezien de handelsvolumes sneller zijn gegroeid dan de wereldproductie. Zo is de openheid van het eurogebied in het afgelopen decennium aanzienlijk toegenomen. De goederenuitvoer naar landen buiten het eurogebied steeg van 9% bbp in 1991 tot meer dan 15% in 2000, terwijl de invoer van goederen tijdens dezelfde periode toenam van 11% tot 16% bbp. Internationale productieketens, die mee ten grondslag liggen aan die toegenomen openheid, zijn een belangrijke factor geworden voor de transmissie-effecten via het handelskanaal. De recente groeivertraging in de Verenigde Staten staat bijvoorbeeld in nauw verband met de scherpe daling van de Amerikaanse vraag naar zeer verhandelbare en door internationale ketens geproduceerde ICT-goederen (informatie- en communicatietechnologie). De in de tweede helft van 2000 in de Verenigde Staten ingezette conjunctuurvertraging breidde zich bijgevolg snel uit naar de kleine open economieën in Zuidoost-Azië, de belangrijkste ICT-producenten en de belangrijkste invoerders van goederen uit derde landen zoals het eurogebied. Tijdens de recente conjunctuurverslechtering werd het eurogebied niet alleen blootgesteld aan de directe gevolgen van de vertraging van de Amerikaanse economie voor de handel, maar ook aan indirecte effecten via derde landen – die evenwel slechts in de loop van 2001 voelbaar werden – door de invloed van de Amerikaanse groeivertraging op Zuidoost-Azië en andere regio's.

Dit wijst erop dat de transmissie niet enkel via het handelskanaal verloopt. Tegen die achtergrond wordt de laatste tijd meer aandacht besteed aan financiële verbanden. De laatste jaren hebben particuliere en institutionele beleggers alsook ondernemingen de grensoverschrijdende diversificatie van hun activa en passiva aanzienlijk uitgebreid. Met name ondernemingen hebben hun activiteiten internationaal sterk uitgebreid – vooral via fusies en overnames – en buitenlandse gelieerde ondernemingen nemen over het algemeen een groeiend aandeel van de totale omzet voor hun rekening. Van 1980 tot 2000 zijn in alle grote geavanceerde economieën de buitenlandse activa en passiva van ingezetenen als percentage van het bbp meer dan verdubbeld. Met uitzondering van Japan, is de internationale diversificatie van activa in de jaren negentig aanzienlijk toegenomen. Op het einde van het millennium bedroeg de totale som van buitenlandse activa en passiva in vele belangrijke economieën bijna 100% bbp. Als gevolg van hun grensoverschrijdende beleggingen en investeringen zijn zowel ondernemingen als huishoudens allicht directer blootgesteld aan buitenlandse ontwikkelingen. Bovendien, en mogelijk als gevolg van de toename van grensoverschrijdende beleggingen, is de onderlinge wisselwerking tussen de financiële markten in de afgelopen jaren gegroeid, met name wat de aandelenmarkten betreft. Aandelenkoersen beïnvloeden de financieringsvoorwaarden voor ondernemingen en de particuliere vermogens. Op die manier kan de correlatie tussen de aandelenkoersen op zichzelf een belangrijk transmissiekanaal vormen. Onderlinge financiële verbanden hebben wellicht hun deel gehad in de recente synchronisatie-episode.

Bovendien kan de transmissie van conjunctuurcycli ook via vertrouwenseffecten verlopen. Hoewel een sterke correlatie tussen de vertrouwensindicatoren in verschillende landen louter een afspiegeling kan zijn van de onderliggende correlatie tussen de reële conjunctuurcycli, kunnen ook besmettingseffecten daarbij een rol spelen. Als ingezetenen bijvoorbeeld het gedrag van hun buitenlandse tegenhangers gewoonweg “imiteren”, kan dit overloopeffecten op het vertrouwen teweegbrengen, ongeacht wederzijdse economische relaties. Van 1999 tot 2001 werd een sterke correlatie opgetekend tussen het ondernemersvertrouwen in de Verenigde Staten en het eurogebied; de correlatiecoëfficiënt bedroeg bijna 0,8 (met een time-lag van drie kwartalen ten opzichte van de Verenigde Staten), vergeleken met een correlatiecoëfficiënt van slechts 0,4 voor de periode 1990-2001.¹

Het huidige parallelle groeiverloop in de belangrijkste economische regio's van de wereld kan echter ook gemeenschappelijke schokken weerspiegelen. Sinds de eerste oliecrisis in het begin van de jaren zeventig zijn belangrijke vertragingen in de wereldeconomie vaak in verband gebracht met het vertraagde effect van forse olieprijsstijgingen. Dit kan eveneens het geval zijn voor de groeivertraging van de belangrijkste economische regio's in 2001, aangezien de olieprijsen in dollar in de periode van 1999 tot 2000 meer dan verdrievoudigd zijn. Om het relatieve belang van de verschillende determinanten inzake de synchronisatie van de conjunctuurcycli juist in te schatten, dient echter nog grondiger theoretisch en empirisch onderzoek te worden verricht.

¹ IMF: *World Economic Outlook oktober 2001, Kader 2.1*

de Bank of Japan. Voorts kondigde ze aan die nieuwe operationele strategie te zullen handhaven totdat het twaalfmaands mutatietempo van de CPI (met uitzondering van niet-houdbare producten) zich stabiliseert op of boven 0%. De doelstelling voor de rekening-courant-tegoeden werd oorspronkelijk vastgesteld op JPY 5.000 miljard, maar later stapsgewijs verhoogd tot een niveau van JPY 10.000 tot 15.000 miljard. Bovendien verhoogde zij het bedrag van haar "outright" aankopen van langlopende overheidsobligaties van JPY 400 miljard tot JPY 1.000 miljard per maand. Dankzij dit beleid bleef de niet-gewaarborgde daggeldrente dicht bij nul. Wat het begrotingsbeleid betreft, keurde het Japanse parlement in november 2001 een extra budget voor het begrotingsjaar 2001 goed met JPY 3.000 miljard bijkomende uitgaven, waarbij de nadruk lag op structurele hervormingen, inclusief maatregelen ter versterking van het sociale vangnet. Begin januari 2002 werd een tweede extra pakket van JPY 2.600 miljard goedgekeurd. Als gevolg van een en ander steeg het tekort op de algemene overheidsbegroting in 2001 tot 6,4% bbp en nam de schuldquote in verhouding tot het bbp toe tot 132% in 2001.

In Azië kregen veel opkomende economieën te kampen met een scherpe economische neergang als gevolg van het instorten van de ICT-uitvoer. In vele kleine open economieën werkte de vertraging van de buitenlandse handel door in de binnenlandse economie, en steeg de druk op ondernemingen en gezinnen, met een verzwakking van de binnenlandse vraag tot gevolg. Bovendien vertraagde de particuliere nettokapitaalimport – gedeeltelijk door toedoen van de toegenomen economische onzekerheid en het effect van externe ontwikkelingen – waardoor de economische activiteit verder werd getemperd. Als gevolg daarvan werden de meest van de ICT-sector afhankelijke open economieën geconfronteerd met een inkrimping van het bbp over het jaar. De meer gesloten economieën van China en India toonden zich echter beter bestand tegen de externe ontwikkelingen en lieten een robuuste jaarlijkse bbp-groei optekenen, geschat op respectievelijk 7,3% en 5,0%, dankzij forse binnenlandse bestedingen

voor investeringen en consumptie. Tegen deze achtergrond leidde de verzwakking van de bbp-groei in de regio tot een afname van de inflatiedruk, nog versterkt door de lagere olieprijsen in de tweede helft van het jaar.

In vergelijking met andere opkomende economieën slaagden de transitielanden erin de wereldwijde vertraging en de nasleep van de terroristische aanslagen van 11 september 2001 relatief goed te doorstaan. De productiegroei bleef in de meeste van deze landen vrij sterk en begon pas in de tweede helft van 2001 geleidelijk te vertragen als gevolg van de verzwakking van de exportgroei. Al met al reageerden de financiële markten vrij goed op de internationale turbulenties, zoals blijkt uit de beperkte reactie van de spreads op overheidsobligaties na de gebeurtenissen in Argentinië en Turkije. In Rusland bedroeg de reële bbp-groei in 2001 naar schatting 5%, tegen 8,3% in 2000. Dankzij de eerdere stijging van de olieprijsen kon het land zijn begrotingspositie en externe rekening verbeteren, waardoor ook zijn buitenlandse schuldpositie beduidend verkleinde. In de loop van het jaar verzwakten echter de externe factoren die de groei hadden ondersteund: de olieprijsen daalden, de reële wisselkoers steeg en het mondiale klimaat verslechterde.

Na de stevige prestaties van het eerste halfjaar, begon ook in de meeste Centraal- en Oost-Europese landen de groei te verzwakken. In vele landen nam de inflatie af, mede als gevolg van een op stabiliteit gericht monetair beleid en de verzwakking van de economische activiteit. Het grootste punt van zorg betrof de verslechtering van de overheidstekorten die slechts gedeeltelijk kon worden verklaard door structurele uitgaven die verband houden met het transitieproces. In Tsjechië bereikte de groei in het eerste kwartaal van 2001 een hoogtepunt onder impuls van de krachtige binnenlandse vraag en aanzienlijke directe buitenlandse investeringen, maar in het tweede halfjaar vertraagde de groei. Ook in Hongarije werd de productiegroei aanvankelijk aangezwengeld door de opleving van de particuliere consumptie. In de loop van het jaar werden de gevolgen van de lagere

externe vraag echter geleidelijk meer voelbaar, zoals blijkt uit de verzwakking van de exportgerichte verwerkende industrie en de gematigde investeringsgroei. In Polen deden de slechte binnenlandse situatie en vervolgens de lagere externe vraag de bbp-groei afnemen tot iets meer dan 1% in 2001, tegen 4% in 2000.

In Turkije werd eind februari 2001 besloten de Turkse lire te laten zweven, gelet op de zwakke economische fundamentals en de grote kwetsbaarheid van de banksector, waardoor de opwaartse inflatiedruk nog sterker toenam. Mede door toedoen van het IMF werd de bezorgdheid van de markt over de houdbaarheid van de binnenlandse schuld in het tweede halfjaar enigszins getemperd, zoals blijkt uit de aanzienlijke verbetering van een reeks financiële-marktindicatoren.

De Latijns-Amerikaanse landen hadden in 2001 te lijden van de mondiale economische verzwakking en van de uitdijende financiële crisis in Argentinië. Als gevolg daarvan kwam de economische activiteit in de regio tot stilstand na de sterke groei van het voorgaande jaar. In Argentinië konden de financiële steun van multilaterale organisaties en omvangrijke schuldherstructureringsprogramma's en soberheidsmaatregelen niet verhinderen dat grote onzekerheid ontstond en de economische activiteit inkromp. Die negatieve ontwikkelingen hebben geleid tot een moratorium op de overheidsschuld en – in het begin van 2002 – tot het opgeven van het tien jaar oude currency board systeem. De financiële beroering in Argentinië droeg tot oktober 2001 bij tot de verslechtering van de economische situatie in Brazilië die, na een robuuste groei begin 2001, eveneens negatief werd beïnvloed door zowel de mondiale groeiverzwakking als een ernstig binnenlands energietekort. Bovendien is de stroom buitenlandse directe investeringen naar Brazilië na het recordniveau van het voorgaande jaar sterk teruggelopen, wat de kwetsbaarheid van het land voor negatieve externe invloeden nog eens onderstreept. De Mexicaanse economie vertoonde weinig tekenen van besmetting door de moeilijkheden in Zuid-Amerika, maar de economi-

sche activiteit vertraagde er aanzienlijk als gevolg van ontwikkelingen in de Verenigde Staten en de daling van de olieprijs, aangezien Mexico een netto-uitvoerder van olie is.

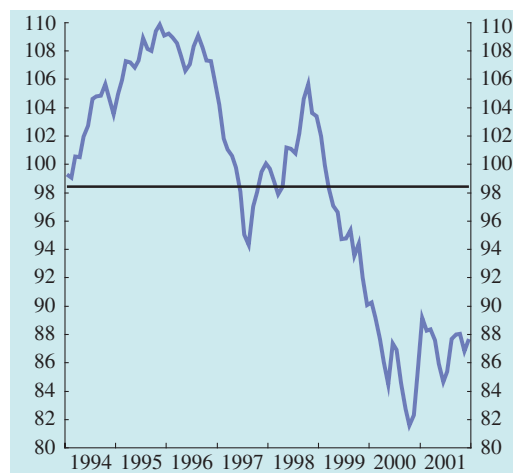
Afrika is de enige economische regio die in 2001 sterker groeide dan in het voorgaande jaar (ongeveer 4% in 2001, tegen 2,8% in 2000), hoofdzakelijk dankzij het einde van de droogte in de Maghreb-landen. Doordat meer dan een derde van het Afrikaanse bbp door export tot stand wordt gebracht, ondervond de economische activiteit in de regio echter eveneens de weerslag van de mondiale vertraging. De marktvoorwaarden voor grondstoffen met uitzondering van brandstoffen, die niet allemaal nauw samenhangen met de mondiale cyclus, waren in 2001 bovendien relatief zwak.

Euro in tweede helft 2001 overwegend stabiel

Na het krachtige herstel in de laatste paar maanden van 2000 en het begin van januari 2001, deprecieerde de externe waarde van de

Grafiek 20 **Nominale effectieve wisselkoers van de euro¹⁾**

(maandgemiddelden; index: 1999 kw 1 = 100)



Bron: ECB.

1) De gegevens zijn berekeningen van de ECB (zie het artikel in het Maandbericht van april 2000). Een stijging van de index duidt op een appreciatie van de euro. De horizontale lijn geeft het gemiddelde voor de periode weer (januari 1994 tot en met januari 2002).

euro in nominaal-effectieve termen geleidelijk en bereikte een dieptepunt in juni 2001. In de tweede helft van het jaar herstelde de gemeenschappelijke munt zich echter, om zich vervolgens iets boven het gemiddelde peil van 2000 te stabiliseren (zie Grafiek 20). Deze ontwikkelingen voltrokken zich tegen de achtergrond van een vertraging van de mondiale economische activiteit en toenemende onzekerheid over de respectieve groeivoorzichten van de belangrijkste economische gebieden. Over het geheel genomen, lag de nominale effectieve wisselkoers van de euro eind 2001 meer dan 2% lager dan in het begin van het jaar, maar meer dan 1½% hoger dan het gemiddelde peil van 2000. Op 5 maart 2002, de afsluitdatum voor dit jaarverslag, was de nominale effectieve wisselkoers van de euro met 1,1% gedaald ten opzichte van het gemiddelde voor 2001. De reële effectieve wisselkoersen van hun kant, die rekening houden met de verschillen in prijzen en loonkosten tussen het eurogebied en zijn handelspartners, ontwikkelden zich grotendeels parallel met de nominale index.

Onder invloed van de tekenen die op een nakende groeivertraging in de Verenigde Staten wezen, won de euro eind 2000 en begin 2001 terrein op de Amerikaanse dollar. Daarna deprecieerde de euro gedurende het grootste deel van de eerste helft van 2001, en bereikte hij op 6 juli 2001 een dieptepunt van USD 0,8384. Deze ontwikkeling leek het gevolg te zijn van de stroom aan gegevens die de groeivertraging in het eurogebied bevestigden, alsook van de op de financiële markten heersende overtuiging dat de Amerikaanse economie zich sneller zou herstellen dan die van het eurogebied. Toen het vooruitzicht op een spoedig herstel van de Amerikaanse economische activiteit in augustus 2001 begon te versommen, herstelde de euro zich ten opzichte van de dollar. Die appreciatie werd nog versterkt tegen de achtergrond van het toegenomen risicomijdend gedrag in de nasleep van de tragische gebeurtenissen van 11 september. Naarmate de marktonzekerheid in de daaropvolgende maanden verminderde, stabiliseerde de euro zich op een ietwat lager peil. Eind 2001 noteerde de euro

USD 0,88, bijna 6½% lager dan in het begin van het jaar en ruim 4½% onder het gemiddelde in 2000. Op 5 maart noteerde de euro USD 0,87, 3,1% minder dan het gemiddelde van 2001.

In 2001 apprecieerde de euro ten opzichte van de Japanse yen. Tijdens het grootste deel van het eerste halfjaar noteerde de euro dicht bij het peil dat hij had bereikt na de sterke appreciatie ten opzichte van de Japanse munt in het laatste kwartaal van 2000. In mei 2001 kwam de euro tijdelijk onder druk, toen de omvang van de activiteitsvertraging in het eurogebied zich duidelijk begon af te tekenen. Tijdens de zomer droeg de verslechtering van het economische klimaat in Japan echter bij tot de opleving van de euro tot het peil van het jaarbegin. Tussen september en november 2001 noteerde de euro rond een gemiddelde van JPY 108,95, maar naar het einde van het jaar apprecieerde de gemeenschappelijke munt fors toen de economische situatie in Japan verder verslechterde. Op 28 december stond de euro op JPY 115,33, 6½% hoger dan in het begin van het jaar en bijna 16% hoger dan het gemiddelde van 2000. Op 5 maart noteerde de euro JPY 114,46, dat is 5,3% hoger dan het gemiddelde voor 2001.

De Zwitserse frank, ten slotte, bleef in de loop van het jaar min of meer stabiel ten opzichte van de euro, ten minste tot september 2001. De terroristische aanslagen tegen de Verenigde Staten veroorzaakten een appreciatie van de Zwitserse munt ten opzichte van de euro, waarschijnlijk als gevolg van "vlucht-haven"-effecten. Eind 2001 had de euro zich slechts gedeeltelijk hersteld ten opzichte van de Zwitserse frank en op 5 maart stond hij CHF 1,48 genoteerd.¹

Daling van het tekort op de lopende rekening in 2001

De lopende rekening van het eurogebied vertoonde in 2001 een tekort van € 9,3 miljard, vergeleken met een tekort van € 70,1 miljard

¹ De ontwikkelingen van de Deense kroon, de Zweedse kroon en het Britse pond worden beschreven in Hoofdstuk IV.

Kader 7

Ontwikkelingen in het handelsvolume van het eurogebied sinds de Azië-crisis

Na een sterke groei in de eerste helft van 2000, begon het voor seizoen gecorrigeerde goedereninvolumen van buiten het eurogebied in het vierde kwartaal van 2000 af te nemen. Het uitvoervolume naar landen buiten het eurogebied daalde vanaf het eerste kwartaal van 2001, maar minder uitgesproken dan het uitvoervolume naar landen binnen het eurogebied (dat, op een statistische discrepantie na, overeenkomt met de invoer uit landen binnen het eurogebied). Om de omvang van de neergang van de externe handel in 2000/2001 te analyseren, wordt een vergelijking gemaakt met de handelontwikkelingen tijdens de Azië-crisis van 1998. De teruggang van 2000/2001 lijkt het gevolg te zijn geweest van een vertraging van zowel de binnenlandse als de buitenlandse vraag, aangezien zowel het uitvoervolume naar landen buiten als dat naar landen binnen het eurogebied daalde, terwijl de Azië-crisis vooral een externe schok vertegenwoordigde. De Azië-crisis lijkt echter te hebben geleid tot een bestendige verhoging van de importpenetratie van bepaalde Aziatische landen in het eurogebied, terwijl het uitvoervolume van het eurogebied naar verschillende Aziatische landen onder het peil van 1997 bleef.

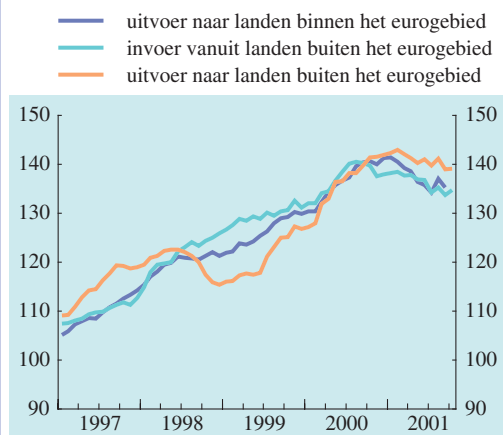
Vergelijking van de recente ontwikkelingen in de interne en externe handelsvolumes van het eurogebied met die tijdens de Azië-crisis

Het voor seizoen gecorrigeerde goedereninvolumen van zowel buiten als binnen het eurogebied nam van begin 1997 tot medio 2000 fors toe, terwijl het uitvoervolume naar landen buiten het eurogebied in de tweede helft van 1998 daalde en zich vervolgens in 1999 krachtig herstelde. Die laatste ontwikkeling werd dan ook sterk beïnvloed door de Azië-crisis, terwijl de handel binnen het eurogebied en de invoer van buiten het eurogebied nauwelijks werden beïnvloed door de conjunctuurinzigking van 1998.

In het vierde kwartaal van 2000 begon het involumen van buiten het eurogebied af te nemen, terwijl het uitvoervolume naar landen buiten het eurogebied iets later, in het eerste kwartaal van 2001, begon te dalen (zie de grafiek over de in- en uitvoervolumes buiten en binnen het eurogebied). Opvallend is dat de daling van de uitvoer naar landen buiten het eurogebied van 2000/2001 erg gering was in vergelijking met de Azië-crisis, ondanks het feit dat de buitenlandse vraag tijdens de baisse van 2000/2001 relatief sterker vertraagde (zie de grafiek over het uitvoervolume naar landen buiten het eurogebied, de buitenlandse vraag en het uitvoeraandeel).

In- en uitvoervolume vanuit en naar landen buiten het eurogebied en uitvoervolume naar landen binnen het eurogebied

(index: 1995 = 100; driemaands voortschrijdend gemiddelde)

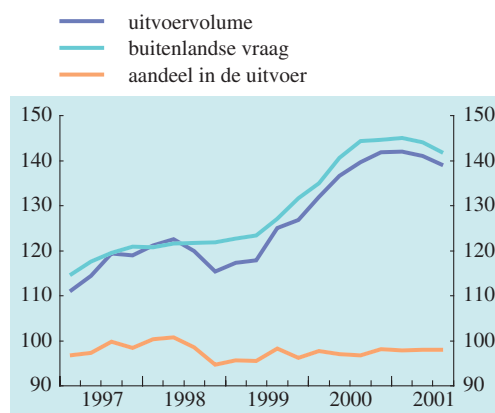


Bronnen: Eurostat en ECB.

Toelichting: Alle gegevens zijn maandgegevens en voor seizoen gecorrigeerd.

Uitvoervolume naar landen buiten het eurogebied, buitenlandse vraag en aandeel in de uitvoer

(index: 1995 = 100)



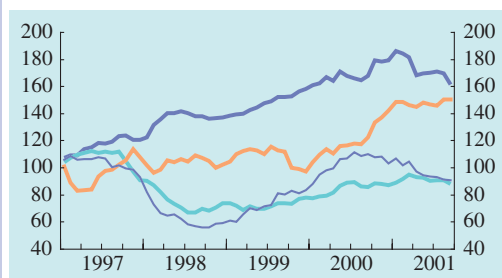
Bronnen: Eurostat en ECB.

Toelichting: Alle gegevens zijn kwartaalgegevens en voor seizoen gecorrigeerd. Het aandeel in de uitvoer wordt verkregen door het uitvoervolume naar landen buiten het eurogebied te delen door de buitenlandse vraag.

Volume van de uitvoer vanuit het eurogebied naar de Verenigde Staten, China, Zuid-Korea en de Associatie van Zuidoost-Aziatische Naties (ASEAN)

(index: 1995 = 100; driemaands voortschrijdend gemiddelde)

- Verenigde Staten
- Associatie van Zuidoost-Aziatische Naties (ASEAN)
- China
- Zuid-Korea



Bronnen: Eurostat en ECB.

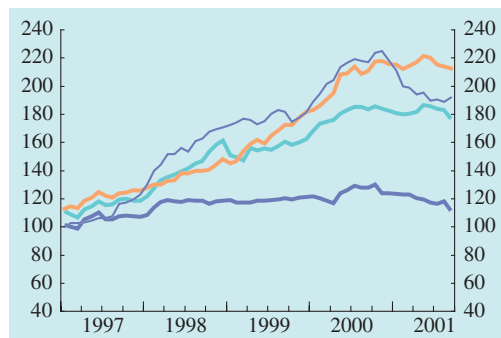
Toelichting: Alle gegevens zijn maandgegevens en voor seizoen gecorrigeerd.

De leden van de Associatie van Zuidoost-Aziatische Naties (ASEAN) zijn: Brunei, Darussalam, Cambodja, Indonesië, Laos, Maleisië, Myanmar, Filipijnen, Singapore, Thailand en Vietnam.

Volume van de invoer vanuit de Verenigde Staten, China, Zuid-Korea en de Associatie van Zuidoost-Aziatische Naties (ASEAN) naar het eurogebied

(index: 1995 = 100; driemaands voortschrijdend gemiddelde)

- Verenigde Staten
- Associatie van Zuidoost-Aziatische Naties (ASEAN)
- China
- Zuid-Korea



Bronnen: Eurostat en ECB.

Toelichting: Alle gegevens zijn maandgegevens en voor seizoen gecorrigeerd.

Hoewel de vermindering van de uitvoervolumes naar landen buiten het eurogebied tijdens de Azië-crisis wellicht gedeeltelijk kon worden toegeschreven aan de appreciatie van de valuta's die samen in de euro zijn opgegaan, vond de teruggang van de uitvoervolumes in 2001 plaats ondanks het relatief lage peil van de effectieve wisselkoers van de euro en leek hij grotendeels te zijn veroorzaakt door de verzwakking van de economische activiteit wereldwijd. Bovendien steeg het aandeel van het eurogebied in de uitvoermarkt in 2001 licht.

De uitvoer naar landen binnen het eurogebied daalde in 2000/2001 iets sterker dan de uitvoer naar landen buiten het eurogebied. De situatie verschilde immers sterk van die tijdens de Azië-crisis, toen de exportvolumes naar landen buiten het eurogebied fors terugliepen, terwijl de uitvoer naar landen binnen het eurogebied bleef toenemen. De terugloop in 2000/2001 leek dan ook op een bredere basis te berusten, aangezien de oorzaak lag bij de vertraging van zowel de buitenlandse als de binnenlandse vraag van het eurogebied, terwijl de Azië-crisis hoofdzakelijk een externe schok was.

Ontwikkelingen in de handel met landen buiten het eurogebied sinds de Azië-crisis, uitgesplitst naar handelspartners

Wanneer het verloop van de handelsvolumes in 2000/2001 vergeleken wordt met dat van na de Azië-crisis, loont het de moeite de ontwikkeling van de handel naar landen buiten het eurogebied uit te splitsen naar handel met de Verenigde Staten en handel met de belangrijkste handelspartners in Azië (met uitzondering van Japan). Uit de grafiek hieronder blijkt dat het exportvolume van het eurogebied naar de betrokken Aziatische landen in de nasleep van de Azië-crisis aanzienlijk is gedaald. Niet alle handelsstromen werden echter op dezelfde manier getroffen: terwijl de uitvoer van het eurogebied naar China enigszins daalde en zich daarna vlot herstelde, liep de uitvoer naar de ASEAN-landen en Zuid-Korea gedurende lange tijd gestaag terug en bereikte nooit meer het niveau van vóór de crisis. Dit was waarschijnlijk te wijten aan zowel een concurrentie-effect als aan het feit dat de vermindering van de binnenlandse vraag van de ASEAN-landen hardnekkiger was, terwijl de Chinese vraag over heel de periode robuuster bleef. Het volume van de uitvoer van het eurogebied naar China steeg van juli 1997 tot juli 2001 met 41%, terwijl de uitvoer naar de ASEAN-landen in dezelfde periode met 13% terugliep. De onderstaande grafiek toont eveneens dat de uitvoer naar de Verenigde Staten tot januari 2001 erg snel is gestegen (bijna verdubbeld sinds 1997), wat ten dele de sterke groei van het Amerikaanse bbp van de

afgelopen jaren weerspiegelt. Gezien de Verenigde Staten een belangrijke exportmarkt zijn voor het eurogebied, lijkt de uitvoer naar de Verenigde Staten een onevenredig groot aandeel te hebben gehad in de groei van de uitvoer van het eurogebied sinds 1997, wat meteen ook een groot deel van de daling van de externe uitvoer van het eurogebied in 2001 verklaart, die immers samenviel met de Amerikaanse conjunctuurvertraging.

De grafiek hieronder toont een vergelijking tussen de recente invoerontwikkelingen en die in de periode na de Azië-crisis, waaruit blijkt dat het invoervolume vanuit vele Aziatische landen na 1997 beduidend sneller steeg dan de rest van de invoer van buiten het eurogebied. De invoervolumes vanuit China en Zuid-Korea stegen in die periode zelfs met meer dan 100%. Voor Zuid-Korea kan dat waarschijnlijk vooral worden verklaard door concurrentie-effecten als gevolg van lagere invoerprijzen (uitgedrukt in euro), die onder het peil van 1997 zijn gebleven, ondanks de depreciatie die de euro sinds zijn lancering onderging. In het geval van China is de daling van de invoervolumes naar alle waarschijnlijkheid het gevolg van een relatief hoog peil van buitenlandse directe investeringen.

De voornoemde ontwikkelingen in de in- en uitvoer hebben een impact gehad op het relatieve aandeel van Azië en de Verenigde Staten in de handel van het eurogebied. Tussen 1996 en 2000 daalde het aandeel van de uitvoer van het eurogebied naar Azië bijvoorbeeld van zowat 22% tot iets minder dan 19%, terwijl het aandeel van de uitvoer naar de Verenigde Staten verhoogde van circa 13% tot iets meer dan 17%. In dezelfde periode steeg het aandeel van de invoer uit Azië van zowat 24% tot iets meer dan 27%, terwijl het aandeel van de invoer uit de Verenigde Staten nagenoeg onveranderd bleef. Samengevat lijkt de Azië-crisis de reeds opwaartse trend te hebben omhooggestuwd tot een bestendig hogere invoerpenetratie van het eurogebied door landen als China en Zuid-Korea, terwijl de uitvoer van het eurogebied naar verschillende Aziatische landen onder het niveau van 1997 is gebleven. Een en ander kon gebeuren ondanks het verbeterde prijsconcurrentievermogen als gevolg van de depreciatie van de euro sinds 1999.

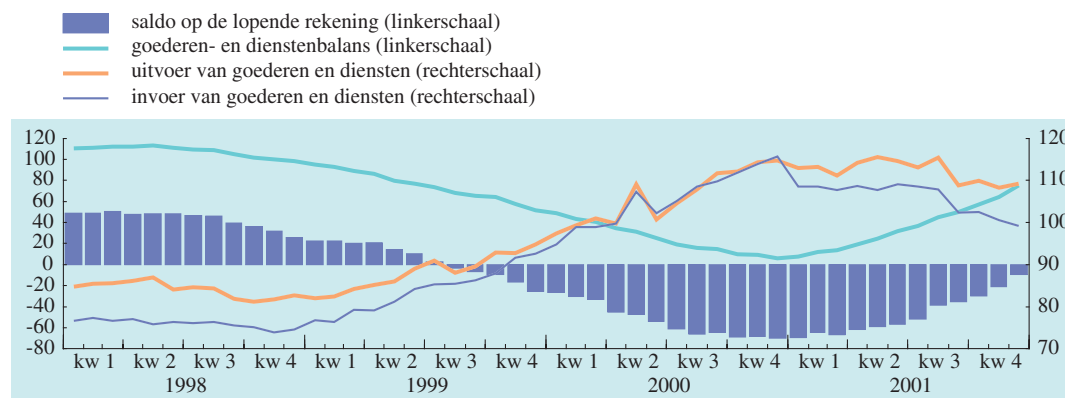
in 2000 (alle gegevens hebben betrekking op de groep van 12 eurolanden). De vermindering van het tekort was hoofdzakelijk het gevolg van een toename van het goederenoverschot van € 11,7 miljard in 2000 tot € 74,1 miljard in 2001, in combinatie met een omslag van het € 5,2 miljard grote tekort op de dienstenrekening in een overschot van

€ 1,5 miljard. Deze ontwikkeling werd slechts gedeeltelijk tenietgedaan door de stijging van het tekort op de inkomensrekening met € 10,2 miljard (tot € 37,7 miljard) ten opzichte van het voorgaande jaar. Het tekort op de inkomensoverdrachten bleef vrijwel onveranderd.

Grafiek 2 I

Lopende rekening en goederen- en dienstenverkeer van het eurogebied

(EUR miljard, voor seizoenen gezuiverd)



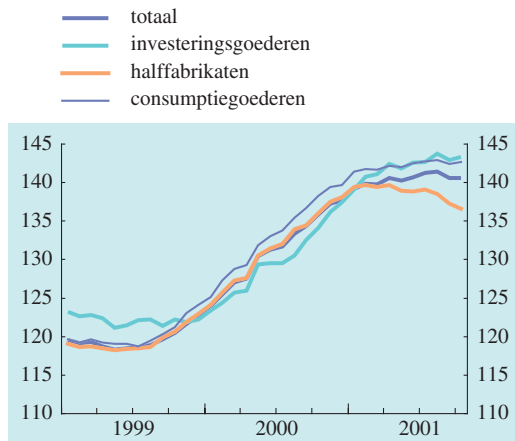
Bron: ECB.

Toelichting: De gegevens hebben betrekking op de Euro-12. De saldi zijn gecumuleerde twaalfmaands gegevens.

Grafiek 22

Uitvoervolume-indices van consumptie-, investeringsgoederen en halffabrikaten naar landen buiten het eurogebied

(index: 1995 = 100; niet voor seizoen gecorrigeerd; twaalfmaands voortschrijdende gemiddelden)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB op basis van Eurostat-gegevens.

Toelichting: Alle gegevens hebben betrekking op de Euro-12; de meest recente waarnemingen betreffen oktober 2001.

Ofschoon zowel het uitvoer- als het invoervolume van goederen tijdens het jaar daalde (zie Kader 7 voor een gedetailleerde bespreking) als gevolg van de vermindering van de buitenlandse vraag en de vraag in het eurogebied, was de daling sterker voor de invoer, wat

ten dele de stijging van het overschot op de goederenrekening verklaart (zie Grafiek 21). De invoerprijzen daalden in de eerste tien maanden van 2001 met 9,9%, na een stijging met 20,3% in 2000. Dat was voornamelijk het gevolg van het verloop van de olieprijs, die steeg van € 17,1 per vat in 1999 tot € 31,0 per vat in 2000, en in 2001 daalde tot € 27,8 per vat.

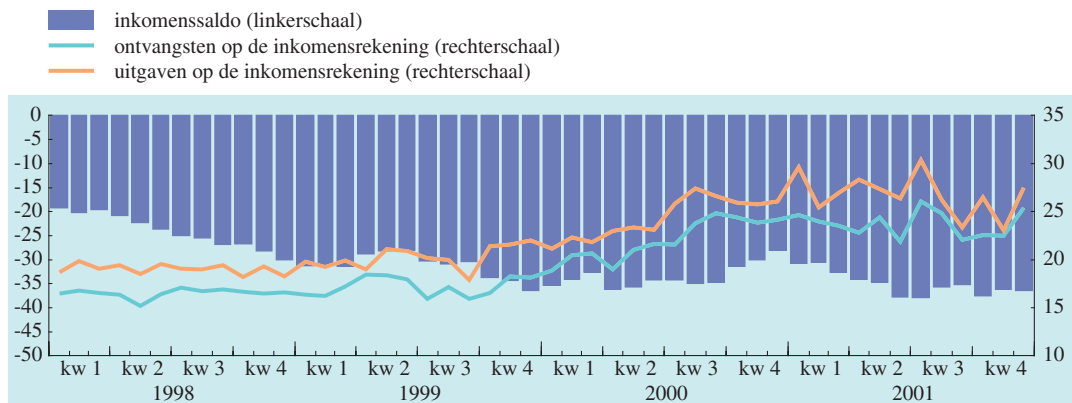
Wat de uitsplitsing naar producten van de uitvoer buiten het eurogebied betreft, zijn er aanwijzingen dat de vertraging van de uitvoervolumes zich iets eerder voordeed bij de consumptiegoederen dan bij de halffabrikaten en investeringsgoederen. De daling bij de halffabrikaten was overigens veel sterker dan bij de andere twee categorieën (zie Grafiek 22).

Uit Grafiek 23 blijkt dat zowel de inkomsten als de uitgaven op de inkomensrekening in het tweede deel van het jaar zijn gedaald, voornamelijk als gevolg van de conjunctuurvertraging wereldwijd en de daarmee gepaard gaande rentabiliteitsdaling. De ontvangen inkomens daalden echter sneller dan de betalingen, wat aanleiding gaf tot een stijging van het tekort op de inkomensrekening in 2001.

Grafiek 23

Inkomensrekening van het eurogebied

(EUR miljard, voor seizoen gezuiverd)



Bron: ECB.

Toelichting: De gegevens hebben betrekking op de Euro-12. Gecumuleerde twaalfmaands gegevens voor het saldo.

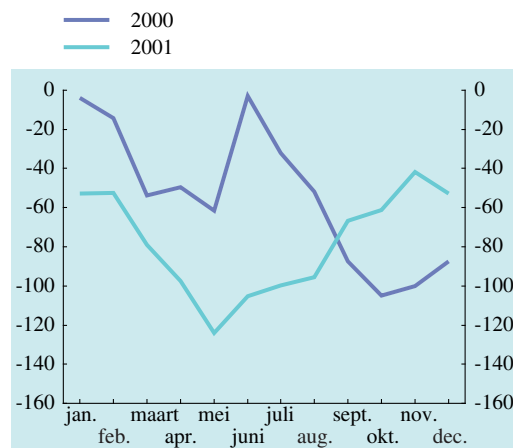
Gezamenlijke nettokapitaaluitvoer uit hoofde van directe investeringen en effectenverkeer in 2001 afgenomen

De gezamenlijke nettokapitaaluitvoer uit hoofde van directe investeringen en effectenverkeer (€ 53,0 miljard) lag in 2001 lager dan in 2000 (€ 87,6 miljard, zie Grafiek 24). Deze vermindering van de nettokapitaaluitvoer in 2001 hield vooral verband met de omslag in het effectenverkeer van een forse nettokapitaaluitvoer in 2000 (€ 102,8 miljard) naar een netto-instroom in 2001 (€ 40,9 miljard). Deze omslag werd slechts gedeeltelijk gecompenseerd door een verschuiving bij de netto directe investeringen van een netto-instroom in 2000 (€ 15,2 miljard) naar een nettokapitaaluitvoer in 2001 (€ 93,9 miljard). De ontwikkelingen in 2001 moeten worden gezien tegen de achtergrond van een aanzienlijke vermindering ten opzichte van 2000 van de – vaak via aandelentransacties afgewikkelde – fusie- en overname-activiteit. Deze laatste had ten grondslag gelegen aan een kapitaalvoer uit hoofde van buitenlandse directe investeringen en een kapitaaluitvoer uit hoofde van effectenverkeer. De nettokapitaaluitvoer uit hoofde van directe investeringen in 2001 hield dan weer grotendeels verband met intragroepsleningen, die wellicht mede het gevolg waren van eenmalige kosten van ondernemingen uit het eurogebied voor de herstructurering van eerder overgenomen gelieerde ondernemingen in het buitenland. De omslag in het effectenverkeer naar een netto-instroom in 2001 weerspiegelt een aanzienlijke stijging in de nettokapitaalvoer uit hoofde van het aandelenverkeer, mogelijk als gevolg van internationale portefeuilleherstructureringen naar aanleiding van de verslechterende groeivoorzichten in de Verenigde Staten. Omgekeerd resulteerden de schuldbewijzen in 2001 in een forse nettokapitaaluitvoer. Die ontwikkeling lijkt in de eerste

Grafiek 24

Netto financiële stromen van het eurogebied in 2000 en 2001

(EUR miljard, netto directe investeringen en effectenverkeer samen, gecumuleerde gegevens)



Bron: ECB.

Toelichting: Een positief (negatief) cijfer geeft een netto instroom (uitstroom) aan.

plaats verband te houden met het vooruitzicht op vermogenswinsten tengevolge van de verzwakte scherpe rentedaling in de Verenigde Staten.

Sinds 1999 vertoont de betalingsbalans van het eurogebied een tekort op de lopende rekening, in combinatie met een aanzienlijke nettokapitaaluitvoer, zowel uit hoofde van de directe investeringen als van het effectenverkeer. De belangrijkste financieringsbron van de betalingsbalans waren de kortlopende transacties van MFI's uit het eurogebied (ongerekend het Eurosysteem). De netto externe positie van MFI's uit het eurogebied (ongerekend het Eurosysteem) verbeterde echter in de loop van 2001 aangezien de netto passiefpositie van de MFI's uit het eurogebied (ongerekend het Eurosysteem) daalden van € 162,6 miljard in 2000 tot € 3,8 miljard in 2001.



Frankrijk: **Schoonmaken van een drukplaat bij de drukkerij van de Banque de France in Chamalières.**

Hoofdstuk II

Centrale-banktransacties

I Monetaire-beleidsuitvoering

I.1 Overzicht

Het operationele kader voor de uitvoering van het gemeenschappelijke monetaire beleid heeft in 2001 doelmatig gewerkt, waardoor de doorgaans positieve ervaringen sinds de aanvang van de monetaire unie nog eens werden bevestigd. Afgezien van de toetreding van Griekenland tot het eurogebied op 1 januari 2001, zijn in de loop van het jaar slechts een beperkt aantal wijzigingen aangebracht. De drie hoofdinstrumenten van het operationele kader (open-markttransacties, permanente faciliteiten en reserveverplichtingen) bleven derhalve ongewijzigd. Hetzelfde geldt voor de modaliteiten betreffende de monetaire-beleidsuitvoering waarbij die transacties gedecentraliseerd uitgevoerd en beheerd worden door de nationale centrale banken. Het operationele kader wordt nader uiteengezet in het document "Het gemeenschappelijke monetaire beleid in de derde fase: Algemene documentatie met betrekking tot de monetaire-beleidsinstrumenten en -procedures van het Eurosysteem" (december 2000).

Basis-herfinancieringstransacties zijn de belangrijkste open-markttransacties; zij vervullen een sleutelrol bij het sturen van de liquiditeitsverhoudingen en het afgeven van monetaire-beleidssignalen. Zij werden van januari 1999 tot 20 juni 2000 als vaste-rentetenders uitgevoerd en daarna als variabele-rentetenders met een minimale inschrijving-srente. Basis-herfinancieringstransacties nemen het grootste deel van de herfinanciering van de bancaire sector voor hun rekening. Ze zijn reguliere, liquiditeitsverschaffende transacties met wederinkoop, die als standaardtenders worden uitgevoerd met een wekelijkse frequentie en gewoonlijk een looptijd van twee weken. Daarnaast voert het Eurosysteem eens per maand een langerlopende herfinancieringstransactie uit met een looptijd van drie maanden. Deze transacties strekken ertoe de bancaire sector van aanvullende herfinanciering op langere termijn te voorzien. Naast de reguliere open-markttransacties voerde het Eurosysteem in 2001

twee 'fine-tuning'-transacties uit, en twee structurele transacties met wederinkoop.

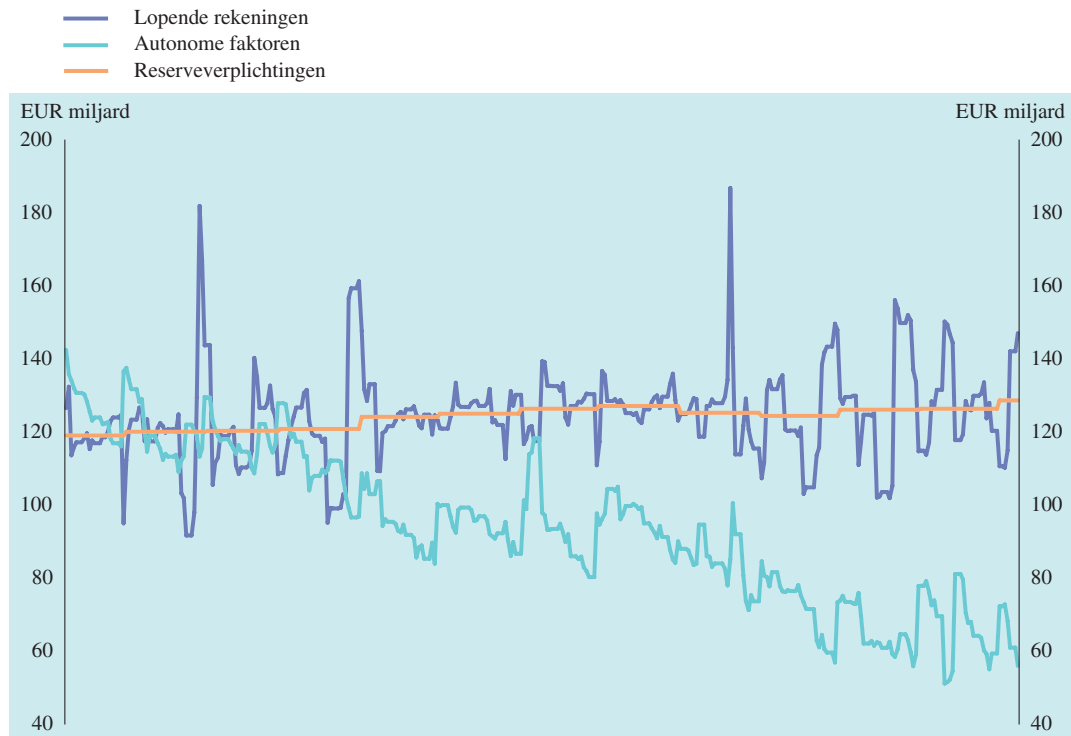
De twee door het Eurosysteem ter beschikking gestelde permanente faciliteiten, namelijk de marginale beleningsfaciliteit en de depositofaciliteit, strekken ertoe zeer kortlopende liquiditeiten te verschaffen en te onttrekken, signalen af te geven omtrent de koers van het monetaire beleid en een boven- en ondergrens te stellen aan de zeer korte markttrente.

Naast het aanbieden van de permanente faciliteiten verplicht het Eurosysteem de kredietinstellingen minimumreserves bij het Eurosysteem aan te houden voor een bedrag gelijk aan 2% van bepaalde kortlopende passiva. De minimumreserves strekken ertoe de korte geldmarkttrente te stabiliseren en het structurele liquiditeitstekort van het bankwezen ten opzichte van het Eurosysteem te vergroten. Het stabiliseren van de geldmarkttrente wordt bevorderd door het feit dat de reserveverplichting slechts gemiddeld over een éénmaands reserve-aanhoudingsperiode geldt. Dit heeft een beduidend afvlakkend effect op het beloop van de geldmarkttrente gedurende de reserve-aanhoudingsperiode. Het Eurosysteem wordt hierdoor tevens in staat gesteld om, onder normale omstandigheden, de open-markttransacties tot reguliere basis-herfinancieringstransacties en langerlopende herfinancieringstransacties te beperken. Doordat rente over de reserveverplichtingen tegen het gemiddelde marginale tarief voor de basis-herfinancieringstransacties van het Eurosysteem gedurende de aanhoudingsperiode wordt vergoed, zijn hieraan geen beduidende kosten voor het bankwezen verbonden.

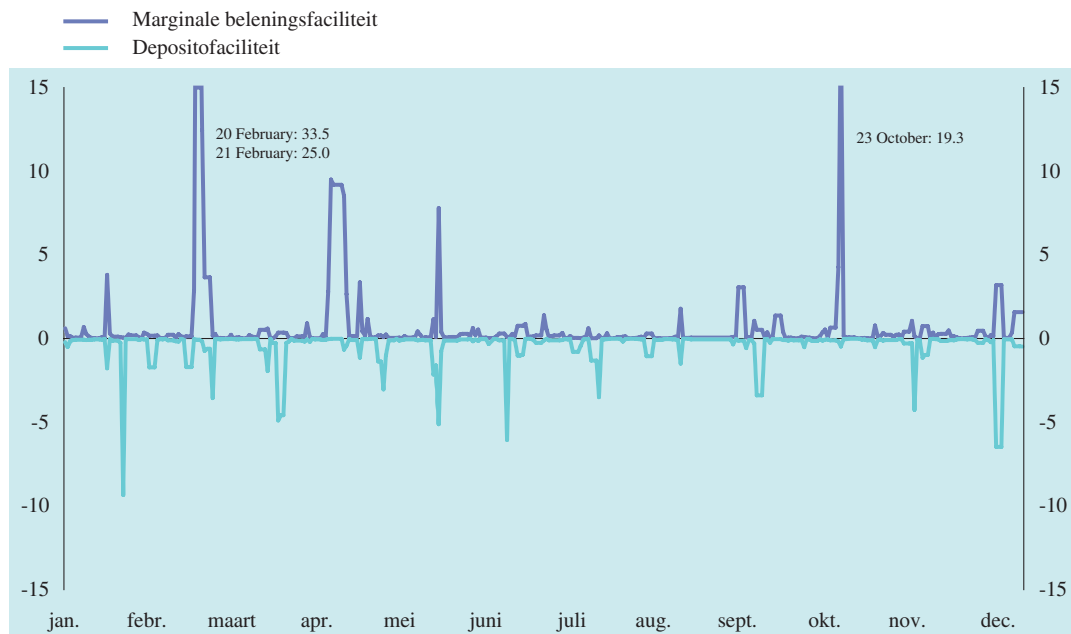
Op het gebied van het liquiditeitsbeheer van de geldmarkt in het eurogebied richt het Eurosysteem zich op de interbancaire markt voor reserves. In dit kader wordt onder reserves verstaan de tegoeden op rekeningcourant die kredietinstellingen in het eurogebied aanhouden bij het Eurosysteem om aan hun reserveverplichtingen te voldoen. Het

Grafiek 25

Liquiditeitsfactoren en beroep op de permanente faciliteiten in het eurogebied



Permanente faciliteiten



aanbod van dergelijke reserves wordt bepaald door het netto-effect van de via monetaire-beleidstransacties ter beschikking gestelde liquiditeiten en de via de zogeheten 'autonome factoren' onttrokken liquiditeiten. De autonome factoren bestaan uit posten op de balans van een centrale bank die niet afhankelijk zijn van monetaire-beleidstransacties, zoals de bankbiljetten in omloop, overheids-tegoeden, nog te verrekenen posten en netto externe activa.

In 2001 bewoog het niveau van de autonome factoren zich binnen een bandbreedte van € 51,1 miljard tot € 142,6 miljard, met een gemiddelde van € 94,1 miljard (zie Grafiek 25). Het gemiddelde niveau van de autonome factoren in 2001 was € 9 miljard lager dan in 2000, waardoor het liquiditeitstekort van de bancaire sector ten opzichte van het Euro-systeem met hetzelfde bedrag afnam. Ten grondslag aan de neerwaartse tendens van de autonome factoren lag de afname van de bankbiljettencirculatie in de aanloop naar de overgang op de chartale euro in 2002. De overheidstegoeden bij de nationale centrale banken waren de meest volatiele autonome factor. De volatiliteit hiervan (gemeten naar de standaardafwijking van de dagelijkse mutaties) bedroeg € 4,3 miljard, tegen € 1,1 miljard voor de bankbiljetten in omloop en € 1,5 miljard voor netto externe activa.

Het monetaire-beleidskader van het Euro-systeem is zodanig opgezet dat een breed scala aan tegenpartijen kan deelnemen aan de monetaire beleidstransacties. In principe hebben alle reserveplichtige kredietinstellingen toegang tot de permanente faciliteiten en mogen aan de open-markttransacties op basis van standaardtenders deelnemen. Teneinde de doelmatige uitvoering van de monetaire-beleidstransacties te waarborgen moeten tegenpartijen echter naast de algemene criteria ook aan alle operationele criteria voldoen die in de contractuele of andere regelingen van het Eurosysteem zijn omschreven. Bijgevolg hadden 3.409 van de circa 7.219 kredietinstellingen van het eurogebied die eind december 2001 reserveplichtig waren toegang tot de depositofaciliteit en 3.065 tot de

marginale beleningsfaciliteit. Een totaal van 2.454 kredietinstellingen konden aan open-markttransacties op basis van standaardtenders deelnemen. Een selecte groep van ongeveer 141 kredietinstellingen neemt deel aan 'fine-tuning'-transacties. Ten opzichte van eind 2000 liep het totale aantal reserveplichtige instellingen met 302 terug, voornamelijk als gevolg van de consolidaties binnen het bankwezen.

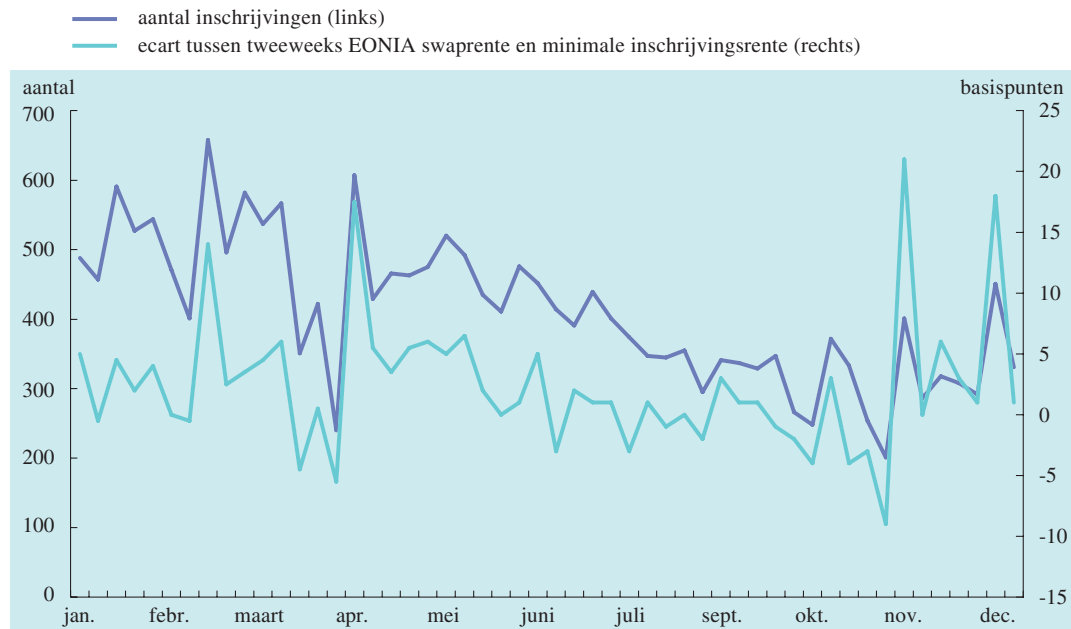
1.2 Basis-herfinancieringstransacties

In 2001 voerde het Eurosysteem 52 basis-herfinancieringstransacties uit. De basis-herfinancieringstransacties namen 73% van de totale door de reguliere open-markttransacties verschaft liquiditeit voor hun rekening. Deze transacties werden uitgevoerd als variabele-rentetenders met een minimale inschrijvingsrente op basis van een meervoudige rentevoet (Amerikaans veilingssysteem). Volgens dit systeem worden alle inschrijvingen tegen een rentevoet die hoger is dan de marginale toewijzingsrente (de laagste rentevoet waarop wordt toegewezen) volledig gehonoreerd en wel tegen de aangeboden rentevoet, terwijl inschrijvingen tegen de marginale rente naar verhouding worden toegewezen. Het toegewezen bedrag varieerde van € 5 miljard tot € 172 miljard, met een gemiddelde van € 79 miljard. De 'bid cover ratio' (aantal malen dat het totale inschrijvingsbedrag het totale toegewezen bedrag overtreft) bewoog zich binnen een bandbreedte van 1,0 tot 16,7, met een gemiddelde van 1,9.

Als gevolg van het veilingssysteem op basis van een meervoudige rentevoet kunnen de toewijzingsrentes (d.w.z. de marginale en de gewogen gemiddelde rente) de minimale inschrijvingsrente te boven gaan. Het gemiddelde ecart tussen de marginale rente en de minimale inschrijvingsrente bij de basis-herfinancieringstransacties bedroeg in 2001 2,3 basispunten, terwijl het gemiddelde ecart tussen de marginale en de gewogen gemiddelde rente op 1,4 basispunten uitkwam. Dit kleine ecart duidt erop dat de tegenpartijen over het algemeen goed in staat

Grafiek 26

Aantal inschrijvingen en ecart tussen tweeweeks EONIA swaprente en minimale inschrijvingsrente (*weekgegevens*)



waren de marginale rentes bij de basis-herfinancieringstransacties te voorspellen en dat de inschrijvingsrentes van de tegenpartijen meestal niet ver uiteenliepen. De invloed van de renteverwachtingen op de toewijzingsrentes blijkt uit een vergelijking tussen de inschrijvingen op de basis-herfinancieringstransacties in 2001 en die in de tweede helft van 2000. Doordat marktdeelnemers in 2000 over het algemeen renteverhogingen verwachtten, gingen de geldmarktrentes – en derhalve de inschrijvings- en toewijzingsrentes – de minimale inschrijvingsrente beduidend te boven. In 2001 daarentegen werden veelal renteverlagingen verwacht waardoor de marktrentes dichtbij of zelfs lager dan de minimale inschrijvingsrente waren (zie Grafiek 26). Dientengevolge werd over het algemeen ingeschreven tegen een rente dichtbij de minimale inschrijvingsrente, die in deze gevallen vaak gelijk aan de marginale rentevoet bleek te zijn.

De algemene verwachting in 2001 dat de rente zou worden verlaagd droeg bij aan een daling van het gemiddelde aantal tegenpartijen dat in de loop van het jaar aan de basis-her-

financieringstransacties van het Eurosysteem deelnam (zie Grafiek 26). Ten opzichte van de tweede helft van 2000 daalde dit gemiddelde met 36% tot 410. Gedurende 2001 schommelde het aantal deelnemers aan de basis-herfinancieringstransacties van 201 tot 658. De overige factoren die aan deze neerwaartse tendens ten grondslag liggen zijn onder meer de consolidaties binnen het bankwezen in het eurogebied, de toegenomen concentratie van het liquiditeitsbeheer binnen bankconcerns en de effectievere werking van de interbankaire markt, waardoor er minder behoefte aan rechtstreekse herfinanciering door de centrale bank ontstond.

Naast een daling van de toewijzingsrentes en een lager aantal tegenpartijen, kunnen sterke verwachtingen ten aanzien van renteverlagingen tevens tot ontoereikende inschrijvingen door de tegenpartijen leiden. Dit was het geval bij de op 13 februari, 10 april, 9 oktober en 6 november uitgevoerde basis-herfinancieringstransacties. Bij deze transacties voldeed het totale bedrag aan inschrijvingen door de tegenpartijen niet aan de werkelijke liquiditeitsbehoefte van het bankwezen, hetgeen een

sterke opwaartse druk op de daggeldrente uitoefende. In alle vier gevallen heeft de ECB via de daaropvolgende basis-herfinancieringstransactie grote liquiditeitsbedragen verschaft. Hierbij werden echter de neutrale liquiditeitsverhoudingen niet altijd volledig hersteld omdat de ECB tevens rekening moest houden met de liquiditeitstoevoer in de daaropvolgende aanhoudingsperiode. Door de krappe liquiditeitsverhoudingen en de hoge interbancaire daggeldrente als gevolg van de ontoereikende inschrijvingen nam het besef op de geldmarkt toe dat lage inschrijvingen geen winstgevende strategie vormen voor het bankwezen.

De overgang op variabele-rentetenders in juni 2000 ging gepaard met een besluit om de geraamde totale liquiditeitsbehoefte van het bankwezen te gaan publiceren, waardoor de tegenpartijen hun inschrijvingen beter kunnen voorbereiden. De liquiditeitsbehoefte van het bankwezen staat met twee soorten posten in verband: ten eerste de reserveverplichtingen en ten tweede de autonome factoren. Van deze twee componenten kunnen de reserveverplichtingen meestal met een hoge mate van nauwkeurigheid ingeschat worden terwijl de raming van de autonome factoren minder betrouwbaar is. In 2001 bedroeg de gemiddelde absolute afwijking (d.w.z. het gemiddelde absolute verschil tussen de wekelijks gepubliceerde ramingen van de autonome factoren en de werkelijke bedragen) € 1,9 miljard. De standaardafwijking van het verschil tussen de geraamde en de werkelijke bedragen was € 2,7 miljard.

1.3 Langerlopende herfinancieringstransacties

Naast de basis-herfinancieringstransacties voert het Eurosysteem tevens langerlopende herfinancieringstransacties uit met een maandelijks frequentie en een looptijd van drie maanden. In de loop van het jaar namen de langerlopende herfinancieringstransacties gemiddeld rond 27% van het totale herfinancieringsbedrag dat via reguliere open-markttransacties ter beschikking is gekomen voor

hun rekening. In tegenstelling tot basis-herfinancieringstransacties worden langerlopende herfinancieringstransacties doorgaans niet uitgevoerd met de bedoeling om de liquiditeitsverhoudingen te beïnvloeden of signalen omtrent de koers van het monetaire beleid af te geven. Opdat de door de markt gewenste rentevoet wordt gehanteerd heeft het Eurosysteem langerlopende herfinancieringstransacties als variabele-rentetenders uitgevoerd op basis van een meervoudige rentevoet (Amerikaans veilingssysteem) met vooraf aangekondigde toewijzingsbedragen en geen minimale inschrijvingsrente. Alle in 2001 uitgevoerde langerlopende herfinancieringstransacties hadden een vooraf aangekondigd toewijzingsbedrag van € 20 miljard waardoor € 60 miljard aan leningen aan het bankwezen via dit soort open-markttransacties permanent in de markt uit staat.¹ In 2001 namen gemiddeld 225 tegenpartijen deel aan de langerlopende herfinancieringstransacties, waarbij het aantal deelnemers varieerde tussen 195 en 268. Het deelnemingspercentage is ten opzichte van 2000 met 17% gedaald, wat voornamelijk kan worden toegeschreven aan de factoren die al zijn genoemd met betrekking tot de basis-herfinancieringstransacties.

Bij de langerlopende herfinancieringstransacties liepen de inschrijvingen doorgaans sterker uiteen dan bij de basis-herfinancieringstransacties, vooral door het ontbreken van een minimale inschrijvingsrente. Gemiddeld over het jaar genomen was de gewogen gemiddelde rente 2,7 basispunten hoger dan de marginale rente, tegen 2,2 basispunten in 2000. De 'bid cover ratio' bedroeg gemiddeld 2,0 tegen 2,8 in het voorgaande jaar.

1.4 Overige open-markttransacties

In 2001 heeft het Eurosysteem twee 'fine-tuning'-transacties en twee structurele transacties uitgevoerd. Alle twee 'fine-tuning'-

¹ Doordat een technisch probleem ontstond met betrekking tot de inschrijvingen, moest op 28 maart het toegewezen bedrag tot € 19,1 miljard worden teruggebracht.

transacties werden na de terreuraanslagen in de Verenigde Staten op 11 September uitgevoerd om de normale werking van de markten te steunen en om liquiditeiten te verschaffen (zie Kader 8).

Tegelijk met de op 27 april en 27 november uitgevoerde basis-herfinancieringstransacties heeft het Eurosysteem structurele transacties met wederinkoop met een looptijd van een week uitgevoerd. Dankzij deze transacties, ook 'split tenders' genoemd, kon de ECB het verschil in grootte tussen de twee uitstaande basis-herfinancieringstransacties weer weg nemen². Bij alle twee gevallen liep de grootte van de twee uitstaande basis-herfinancieringstransacties sterk uiteen als gevolg van ontoereikende inschrijvingen op de voorgaande transacties. De extra transacties zijn tevens als standaardtenders aangekondigd. Deze hadden echter een kortere looptijd en werden als variabele-rentetenders uitgevoerd met dezelfde minimale inschrijvingsrente als de tegelijkertijd uitgevoerde basis-herfinancieringstransacties. Bij de basis-herfinancieringstransactie en de éénweekse structurele transactie die op 27 april zijn uitgevoerd heeft de ECB respectievelijk € 80 miljard en € 73 miljard tegen dezelfde marginale rentevoet toegewezen. Op 27 november zijn bij de basis-herfinancieringstransactie en de éénweekse structurele transactie bedragen van respectievelijk € 71 miljard en € 53 miljard toegewezen, waarbij de marginale rente bij de laatstgenoemde transactie 1 basispunt hoger lag dan bij de reguliere basis-herfinancieringstransactie.

1.5 Permanente faciliteiten

De door de twee permanente faciliteiten bepaalde bandbreedte voor de rente bleef in 2001 ongewijzigd op 200 basispunten. De minimale inschrijvingsrente bij de basis-herfinancieringstransactie is in het midden van deze bandbreedte gebleven.

Gedurende het jaar bedroeg het dagelijkse beroep op de marginale beleningsfaciliteit en de depositofaciliteit gemiddeld respectievelijk

€ 0,7 miljard en € 0,4 miljard. Terwijl het gemiddelde beroep op de depositofaciliteit ten opzichte van 2000 met 21% is gedaald, is het gemiddelde beroep op de marginale beleningsfaciliteit met 97% gestegen, voornamelijk als gevolg van ontoereikende inschrijvingen (zie Grafiek 25). Zoals blijkt uit Grafiek 25 blijft het beroep op de permanente faciliteiten gedurende het grootste gedeelte van de aanhoudingsperiode doorgaans betrekkelijk laag. Over het algemeen gebruiken de tegenpartijen de depositofaciliteit pas nadat zij aan hun reserveverplichtingen hebben voldaan. Voor wat de meeste kredietinstellingen betreft gebeurt dit pas aan het einde van de aanhoudingsperiode. Dienovereenkomstig was het beroep op de depositofaciliteit gedurende de laatste drie werkdagen van de aanhoudingsperiodes in 2001 gemiddeld zeven keer hoger dan op de overige dagen van de aanhoudingsperiodes. Hetzelfde geldt voor het gebruik van de marginale beleningsfaciliteit, zij het in mindere mate. Het beroep hierop was gedurende de laatste drie werkdagen van de aanhoudingsperiodes vijf keer hoger dan op de overige dagen. Het totale aantal kredietinstellingen met toegang tot de depositofaciliteit is met 190 gedaald. Wat de marginale beleningsfaciliteit betreft nam het aantal met 6 toe.

1.6 Stelsel van reserveverplichtingen

Het gemiddelde niveau van de reserveverplichtingen van de kredietinstellingen in het eurogebied bedroeg in 2001 € 124 miljard. Dit was € 12,2 miljard hoger dan in 2000 waardoor het totale structurele liquiditeitstekort van het bankwezen ten opzichte van het Eurosysteem met hetzelfde bedrag toenam. Het niveau van de totale reserveverplichtingen varieerde van € 119,1 miljard (gedurende de op 23 januari eindigende aanhoudingsperiode) en € 127,2 miljard (gedurende de op 23 augustus eindigende aanhoudingsperiode). De gemiddelde maandelijkse reservebasis waarop

² In de toekomst zullen dergelijke 'split tenders' ook formeel als basis-herfinancieringstransacties worden beschouwd, waardoor de rentevergoeding voor de aan te houden reserves op basis van de marginale rentevoet zal worden berekend.

de reserveratio van 2% van toepassing is, nam ten opzichte van 2000 met 10% toe.

Van de 7.219 in december 2001 reserveplichtige kredietinstellingen hebben 4.649 hun minimumreserves direct aangehouden terwijl de overige indirect via een intermediair aan hun reserveverplichtingen hebben voldaan. De door de banken aangehouden tegoeden op rekening-courant varieerden in de loop van het jaar van € 91,6 miljard tot € 186,9 miljard hetgeen erop duidt dat een aanzienlijke buffer constant beschikbaar was om onverwachte afvloeiing van liquiditeiten op te vangen (zie Grafiek 25). In 2001 vertoonde de EONIA ('euro overnight index average') inderdaad een beperkte volatiliteit. Ondanks het zeer lage aantal 'fine-tuning'-transacties bedroeg de standaardafwijking van de dagelijkse mutaties slechts 15 basispunten en was daarmee naar internationale maatstaven betrekkelijk klein. In 2000 bedroeg de standaardafwijking van de EONIA 14 basispunten. Derhalve zijn de twee hoofdfuncties van het stelsel van reserveverplichtingen wederom met succes vervuld, namelijk het stabiliseren van de geldmarktrente en het vergroten van het structurele liquiditeitstekort van het bankwezen.

Als gevolg van de soepele werking van het stelsel van reserveverplichtingen vond geen wijziging plaats van de hoofdelementen daarvan. Slechts twee nieuwe elementen zijn in 2001 in het systeem ingevoerd. Ten eerste maakte de ECB op 1 maart 2001 een Aanbeveling bekend voor een Raadsverordening (EG) om de aan de Raad van Bestuur van de ECB verleende periode voor het nemen van besluiten inzake bezwaren te verlengen, en wel van 15 dagen tot 2 maanden. Deze Aanbeveling betreft de door kredietinstellingen aangevoerde bezwaren tegen de bij het niet-nakomen van de reserveverplichtingen opgelegde sancties. Deze wijziging is bindend geworden toen de Verordening houdende een wijziging van Verordening (EG) 2531/98 met betrekking tot de toepassing van reserveverplichtingen door de Europese Centrale Bank op 26 januari 2002 in werking trad. Ten tweede werd op 10 mei 2001 de Verordening

ECB/2001/4 uitgevaardigd tot wijziging van Verordening ECB/1999/4 van 23 september 1999 met betrekking tot de bevoegdheid van de Europese Centrale Bank om sancties op te leggen. Krachtens deze bindende wet zijn de nationale centrale banken verplicht de originele documenten met betrekking tot gevallen van niet-naleving voor een periode van ten minste vijf jaar te bewaren.

De invoering van de euro in Griekenland op 1 januari 2001 hield een aantal wijzigingen in voor de eerste reserve-aanhoudingsperiode in januari 2001. Deze periode is immers in Griekenland pas op 1 januari 2001 begonnen maar ving al in de andere deelnemende landen zoals gebruikelijk op 24 december 2000 aan. Dientengevolge namen door de toetreding van Griekenland tot het eurogebied de totale reserveverplichtingen van het Eurosysteem vanaf 1 januari 2001 met € 2,1 miljard toe. Al met al zijn 57 Griekse kredietinstellingen reserveplichtig geworden.

Gedurende 2001 zijn gemiddeld 70 gevallen van niet-nakoming van de reserveverplichtingen per reserve-aanhoudingsperiode geconstateerd, hetgeen overeenkomt met een gemiddeld totaal tekort van € 1,2 miljoen. Bij een groot deel van deze gevallen ging het om kleine bedragen; de sancties waren soms zo klein dat van het opleggen ervan werd afgezien. Er vonden echter een aantal vrij ernstige overtredingen plaats waaronder 25 gevallen waarin sancties van meer dan € 10.000 werden opgelegd. Het merendeel van de kredietinstellingen die niet aan de reserveverplichtingen hebben voldaan hebben hun fouten erkend maar 14 instellingen hebben bezwaren aangevoerd waarover door de Directie van de ECB moest worden beslist. Eén kredietinstelling deed een verzoek aan de Raad van Bestuur om het Directiebesluit te herzien.

1.7 Beleenbare activa

In de Statuten van het ESCB is bepaald dat alle krediettransacties van het Eurosysteem moeten worden gedekt door toereikend onderpand. Het onderpandkader van het Euro-

systeem is opgezet om het Eurosysteem te vrijwaren van verliezen als gevolg van de monetaire-beleidstransacties en betalings-systeemtransacties (zie Hoofdstuk III, risico-beheersing), de gelijke behandeling van de tegenpartijen te waarborgen en de operationele doelmatigheid te verhogen. Het onderpand moet aan gemeenschappelijke beleenbaarheidscriteria voldoen om te mogen worden gebruikt bij de transacties van het Eurosysteem. Tegelijkertijd wordt rekening gehouden met de verschillen in centrale-bankprocedures en financiële structuur in het eurogebied en met de behoefte van het Eurosysteem om toereikend beleenbaar onderpand ter dekking van de krediettransacties te waarborgen. Conform artikel 102 van het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschappen is een bevoorrechte toegang voor publiekrechtelijke lichamen tot de financiële instellingen verboden. Derhalve dient binnen het onderpandskader geen onderscheid te worden gemaakt op grond van het feit dat de emittenten tot de publieke dan wel de particuliere sector behoren.

Teneinde rekening te houden met de bestaande verschillen in financiële structuur van de lidstaten omvatten de activa die als onderpand kunnen dienen voor krediettransacties een groot aantal verschillende instrumenten. Onderscheid wordt gemaakt tussen twee categorieën beleenbare activa voor de krediettransacties van het Eurosysteem. Deze twee categorieën worden respectievelijk activa op de eerste lijst en activa op de tweede lijst genoemd. Dit onderscheid heeft geen betrekking op de beleenbaarheid van de activa voor de verschillende soorten transacties, behalve dat het Eurosysteem activa op de tweede lijst normaliter niet gebruikt bij rechtstreekse aan- en verkopen van waardepapieren. De activa op de eerste lijst bestaan uit verhandelbare schuldtitels die voldoen aan uniforme door de ECB omschreven beleenbaarheidscriteria. De activa op de tweede lijst bestaan uit activa die van bijzonder belang zijn voor de binnenlandse financiële markten en bancaire systemen en waarvoor de beleenbaarheidscriteria door de nationale centrale banken in aansluiting op die minimumver-

eisten van de ECB zijn vastgesteld. Op de tweede lijst opgenomen activa kunnen uit verhandelbare of niet-verhandelbare schuldbewijzen bestaan of uit aandelen.

De tegenpartijen van het Eurosysteem mogen beleenbare activa voor grensoverschrijdende transacties gebruiken, oftewel voor het verkrijgen van gelden van de nationale centrale banken van de lidstaat waarin zij gevestigd zijn mogen zij activa die zich in een andere lidstaat bevinden als onderpand gebruiken. Teneinde het grensoverschrijdende gebruik van onderpand bij alle soorten liquiditeitsverschaffende transacties van het Eurosysteem mogelijk te maken staan zowel het Correspondentenmodel voor Centrale Banken als naar de maatstaven van het Eurosysteem positief beoordeelde koppelingen tussen effectenafwikkelingssystemen ter beschikking. Het Correspondentenmodel kan voor alle beleenbare activa worden gebruikt doordat het specifieke oplossingen behelst voor niet-verhandelbare activa of op de tweede lijst opgenomen activa met een beperkte liquiditeit en bijzondere kenmerken die niet via een effectenafwikkelingssysteem kunnen worden overgedragen (zie Hoofdstuk VII).

Tussen januari en december 2001 steeg het totale bedrag aan voor krediettransacties van het Eurosysteem beschikbare beleenbare, verhandelbare activa met 5% van ongeveer € 6.300 miljard tot € 6.600 miljard. Het overgrote deel (95%) van de verhandelbare activa bestond uit activa op de eerste lijst, terwijl de resterende 5% uit activa op de tweede lijst bestond. Naast de verhandelbare activa bestaan op de tweede lijst opgenomen activa uit niet-verhandelbare schuldbewijzen, waaronder bankleningen, handelswissels en hypothecaire promessen.³ Hoewel de bij de monetaire-beleidstransacties van het Eurosysteem gebruikte onderpand voornamelijk uit activa op de eerste lijst bestaat, maakt een aantal kredietinstellingen voor een groot deel gebruik van activa op de tweede lijst.

³ Het bedrag aan op de tweede lijst opgenomen beleenbare niet-verhandelbare activa is niet beschikbaar.

Tabel 10**Belangrijkste categorieën beleenbare activa ten behoeve van de krediettransacties van het Eurosysteem**

Soort activa	Lijst 1 (Europese Economische Ruimte)	Lijst twee (het eurogebied)
Verhandelbaar	<ul style="list-style-type: none"> • Schuldbewijzen van de ECB (nog niet uitgegeven) en schuldbewijzen van nationale centrale banken (uitgegeven vóór aanvang EMU) • Door buitenlandse en supranationale instellingen uitgegeven schuldbewijzen • Door centrale, regionale en lokale overheden uitgegeven effecten • Ongedekte obligaties van kredietinstellingen • Effecten met activa als onderpand • Bedrijfsobligaties 	<ul style="list-style-type: none"> • Door centrale, regionale en lokale overheden uitgegeven effecten • Obligaties van kredietinstellingen • Bedrijfsobligaties • <i>Certificates of deposit</i> • <i>Medium term notes</i> • <i>Commercial paper</i> • Aandelen • Verhandelbare vorderingen van particulieren
Niet-verhandelbaar	<ul style="list-style-type: none"> • Geen 	<ul style="list-style-type: none"> • Bankleningen • Hypothecaire promessen • Handelswissels

Ofschoon een groot bedrag aan effecten potentieel ter beschikking van de tegenpartijen staat met het oog op de krediettransacties van het Eurosysteem, vormt het eigenlijke bedrag aan door de kredietinstellingen aangehouden activa slechts een deel van het totale bedrag aan beleenbare activa, aangezien er ook activa worden aangehouden door andere economische subjecten. Volgens een ruwe schatting door het Eurosysteem begin 2001, werd rond een derde (oftewel ongeveer € 2.100 miljard) van het totale bedrag aan beleenbaar onderpand in het eurogebied aangehouden door de kredietinstellingen. De effectieve hoeveelheid onderpand die door de tegenpartijen wordt aangehouden is afhankelijk van hun balansstructuren, die op hun beurt gekoppeld zijn aan de financiële structuren van de afzonderlijke landen in het eurogebied. Ook weerspiegelen de verschillen in beschikbaar onderpand tussen de tegenpartijen de verschillen in het ontwikkelingspeil van de financiële markten in de afzonderlijke landen in het eurogebied, zoals het ontwikkelingspeil van de markt voor private schuldtitels en de wettelijke kaders voor securitisatie. De aanvankelijke verschillen in beschikbaarheid lijken af te nemen, deels dankzij de toenemende uitgaven van schuldbewijzen door de private sector in het eurogebied onder invloed van de invoering van de euro, en deels door de beduidende stijging van het grensoverschrijdend gebruik van onderpand.

Het voor de krediettransacties van het Eurosysteem beleenbare onderpand omvat een zeer breed gamma van hoogwaardige in euro luidende activa, die worden uitgegeven (of gewaarborgd) door in de Europese Economische Ruimte gevestigde entiteiten voor de op de eerste lijst opgenomen activa, of door in het eurogebied gevestigde entiteiten voor de activa op de tweede lijst (zie Tabel 10). Een aanzienlijk deel van de op de eerste lijst opgenomen activa (die enkel schuldbewijzen omvat) bestaat uit overheidsobligaties, d.w.z. door centrale, regionale en lokale overheden uitgegeven activa. Door centrale overheden uitgegeven effecten worden doorgaans gekenmerkt door een hoog uitstaand bedrag, een grote uitgifteomvang en omzet, en lage handelsmarges. Kwantitatief zijn ze de overvloedigste bron van beleenbaar onderpand in vrijwel alle landen van het eurogebied. De effecten die de regionale en lagere overheden in de diverse landen uitgeven vertonen een verschillende liquiditeitsgraad, maar zijn in het algemeen minder liquide dan obligaties van de centrale overheid. Andere soorten op de eerste lijst opgenomen activa omvatten effecten uitgegeven door internationale en supranationale instellingen.

Op de eerste lijst opgenomen waardepapieren van de private sector omvatten effecten met activa als onderpand, ongedekte obligaties van de kredietinstellingen en bedrijfsobli-

gaties. Veel obligaties met activa als onderpand bestaan uit waardepapieren die woninghypotheken of overheidsschuld als onderpand hebben. In tegenstelling tot andere waardepapieren met activa als onderpand, worden deze waardepapieren rechtstreeks door gespecialiseerde kredietinstellingen uitgegeven, en niet via 'special purpose vehicles'.⁴ Activa vergelijkbaar met 'Pfandbriefe' die oorspronkelijk afkomstig zijn van de Duitse en Oostenrijkse markten, werden de laatste jaren ook geïntroduceerd of in toenemende mate uitgegeven in de andere landen van het eurogebied (zoals bijvoorbeeld de "obligations foncières" in Frankrijk and "cédulas hipotecarias" in Spanje).

In sommige landen van het eurogebied zijn de uitstaande bedragen van ongedekte obligaties van kredietinstellingen omvangrijk; toch is de omzet gewoonlijk laag in vergelijking met overheidsobligaties of sommige instrumenten van het 'Pfandbrief'-type (zoals bijvoorbeeld de zogenaamde 'Jumbo'-uitgiften). In veel landen van het eurogebied is de uitgifte van bedrijfsobligaties veelal kleiner van omvang dan die van andere soorten emittenten, en uit de beschikbare gegevens blijkt dat de omzet beduidend lager is dan voor overheidsobligaties. Na de invoering van de euro nam de uitgifte van bedrijfsobligaties aanzienlijk toe.

De activa op de tweede lijst omvatten obligaties van kredietinstellingen, bedrijfsobligaties, commercial paper, medium-term notes, regionale overheidsobligaties, bankleningen, handelswissels, hypothecaire promessen en aandelen. Behalve voor deze laatste categorie, is de liquiditeit en de marktopnamecapaciteit voor de activa op de tweede lijst gewoonlijk lager dan voor activa op de eerste lijst. Veel van deze activa op lijst twee worden niet genoteerd of verhandeld op een gereguleerde markt, maar worden buiten de beurs verhandeld.

De procedures voor het beheer en de publicatie van de volledige lijst van voor de krediettransacties van het Eurosysteem beleenbare activa zijn gecentraliseerd bij de ECB, waar een database van beleenbare activa

wordt bijgehouden. De nationale centrale banken verstrekken informatie aan de ECB over de activa die op hun respectievelijke nationale markten worden uitgegeven. De gegevens worden wekelijks verzameld en door de ECB voor alle belangstellende partijen toegankelijk gemaakt op haar website (www.ecb.int). De publicatie van een lijst van beleenbare activa op het internet is doelmatig gebleken. Momenteel worden voorbereidingen getroffen om de procedure van de aanpassingen efficiënter te maken en deze vaker te laten plaatsvinden.

1.8 Geldmarktontwikkelingen

De invoering van de euro leidde tot het ontstaan van een omvangrijke, liquide en geïntegreerde geldmarkt die het gehele eurogebied bestrijkt. Hoewel dit voor het merendeel van de diverse geldmarktsegmenten geldt vielen de tekenen van integratie vooral op in de markten voor blanco krediet en swaps. In een aantal financiële centra blijkt ook de vooruitgang met betrekking tot integratie uit de tendens onder banken om hun liquiditeitsbeheer in het eurogebied te centraliseren. Er is sprake van sterke grensoverschrijdende activiteiten binnen het eurogebied, waarbij de transacties veelal als quasi-binnenlands worden beschouwd. Tevens bestaat er een toenemende concentratie van bemiddelingsactiviteiten binnen een betrekkelijk klein aantal instellingen, die nu minder op de binnenlandse markt zijn gericht en wiens activiteiten door het gehele eurogebied zijn verspreid.

De repo-markt in het eurogebied is weliswaar minder geïntegreerd maar is wel in een aantal opzichten verbeterd zoals blijkt uit de aanzienlijke groei van grensoverschrijdende transacties in dit segment. Teneinde de integratie van de repo-markt te bevorderen zijn marktdeelnemers betrokken geweest bij een door de Europese Bankfederatie en de Euro-

⁴ Een 'special purpose vehicle' is een juridische entiteit die is opricht voor het aankopen en op de balans aanhouden van bepaalde activa en voor de uitgifte van door deze activa gedekte effecten teneinde ze aan derden te verkopen.

pese Repo-Raad gecoördineerd project om een representatieve benchmark vast te stellen voor de repo-markt voor “algemeen geaccepteerd onderpand” in het eurogebied (Eurepo referentietarieven). Deze benchmark is in maart 2002 in werking getreden.

Wat de markt voor kortlopende schuldtitels betreft (bijvoorbeeld overheidspapier, commercial paper en certificates of deposit), blijft de ontwikkeling beperkt in vergelijking met de overige geldmarktsegmenten. Deze markt blijft gefragmenteerd doordat de transacties hoofdzakelijk op de binnenlandse markt plaatsvinden. Dankzij een toegenomen tendens naar meer directe financiering door bedrijven in de markt hield echter de forse groei van de uitgifte van commercial paper aan.

De activiteiten rondom in euro luidende geldmarktderivaten, zoals renteswaps en futures, bleef gedurende 2001 beduidende stijgingen vertonen. Uit een in april 2001 door de Bank voor Internationale Betalingen uitgevoerde driejaarlijkse centrale-bank-enquête blijkt dat 47% van de wereldwijde dagelijkse omzet van onderhandse rentederivaten in euro plaatsvond. De liquiditeit van de renteswapmarkt werd onder meer verruimd door het stelselmatig gebruik van dit marktsegment bij het afdekken en innemen van posities. De EONIA wordt steeds belangrijker als index voor de renteswapmarkt voor daggeld (OIS-markt). De renteswapmarkt voor zeer korte looptijden is tegenwoordig vrijwel uitsluitend op deze referentievoet gebaseerd.

2 Deviezentransacties en belegging van externe reserves

Het Eurosysteem is verantwoordelijk voor het aanhouden en beheren van de externe reserves van de deelnemende lidstaten van de EU.

2.1 Deviezentransacties

In 2001 heeft de ECB op eigen initiatief geen interventie op de valutamarkt uitgevoerd. Op 24, 26 en 27 september echter hebben de ECB en een aantal nationale centrale banken namens de Japanse centrale bank transacties op de valutamarkt uitgevoerd. Dit gebeurde krachtens de overeenkomst tussen de Japanse centrale bank en de ECB. Naar aanleiding van de terreuraanslagen in de Verenigde Staten hebben de Amerikaanse Fed en de ECB bovendien op 12 september een swapovereenkomst gesloten. Deze swapfaciliteit werd op 12, 13 en 14 september gebruikt (zie Kader 8).

Op 15 november 2000 willigde het Internationale Monetair Fonds (IMF) de aanvraag van de ECB in om een statutaire houder van bijzonder trekkingsrechten (SDR's) te worden. Deze status stelt de ECB in staat vrijwil-

lige transacties uit te voeren met landen die lid zijn van het IMF en andere statutaire houders. In april 2001 hebben de ECB en het IMF een vaste overeenkomst gesloten krachtens welke het IMF, namens de ECB, transacties in bijzondere trekkingsrechten tussen de ECB en andere houders van bijzondere trekkingsrechten kan initiëren (zie Hoofdstuk V). Gedurende 2001 werd deze faciliteit één keer gebruikt.

2.2 De externe reserves van het Eurosysteem

Per ultimo 2001 bedroegen de externe reserves van de ECB per saldo € 46,8 miljard tegen € 43,5 miljard per ultimo 2000. Dit verschil is het gevolg van drie factoren: de overdracht van externe reserves door de Griekse centrale bank aan de ECB bij de toetreding tot het eurogebied aan het begin van het jaar, de rente-inkomsten uit de deviezenreserves van de ECB en de mutatie in de marktwaarde van deze externe reserves. De ECB kan, onder de in secundaire Gemeenschapswetgeving vastgelegde voorwaarden, verdere stortingen van externe reserves bij de nationale centrale

Kader 8

Centrale-banktransacties na de terreuraanslagen op 11 september 2001

De terreuraanslagen in de Verenigde Staten op 11 september 2001 hebben vérstrekkende gevolgen gehad voor de financiële markten. Derhalve namen de belangrijkste centrale banken van de wereld maatregelen om de normale werking van deze markten te bevorderen. Op de dag van de aanslagen maakte het Eurosysteem bekend bereid te zijn de normale werking van deze markten te bevorderen en indien nodig de liquiditeit te verruimen.

Dienovereenkomstig voerde de ECB twee liquiditeitsverschaffende 'fine-tuning'-transacties uit teneinde de soepele werking van de euro-geldmarkt te bevorderen. Deze transacties werden uitgevoerd als transacties met wederinkoop volgens de procedures voor snelle tenders met verevening op dezelfde dag en een looptijd van één dag. Beide transacties werden uitgevoerd tegen een vaste rente van 4,25%, gelijk aan de toen vigerende minimale inschrijvingsrente bij de basis-herfinancieringstransacties. In de eerste transactie werd in totaal voor € 69,3 miljard ingetekend en bedroeg het aantal tegenpartijen 63. In de tweede transactie tekenden 45 tegenpartijen voor in totaal € 40,5 miljard in. In beide transacties honoreerde de ECB alle inschrijvingen.

Naast het verschaffen van euroliquiditeit heeft de ECB de banken in het eurogebied geholpen door in hun dringende behoefte aan Amerikaanse-dollarliquiditeit te voorzien. Deze behoefte ontstond door afwikkelingsproblemen bij een aantal Amerikaanse correspondentbanken alsmede de terughoudendheid van Amerikaanse banken om dollarkredieten te verstrekken totdat ze in hun eigen liquiditeitsbehoefte hadden voorzien, hetgeen pas aan het eind van de Europese beursdag gebeurde. Teneinde de nodige liquiditeit te verschaffen sloten de Fed en de ECB op 12 september een swapovereenkomst, waarbij de ECB tot USD 50 miljard van de Federal Reserve Bank in New York kon betrekken in ruil voor een overeenkomstige hoeveelheid euro's bij de ECB. Deze swapfaciliteit is op 13 oktober vervallen.

De ECB heeft op 12, 13 en 14 september van de swapfaciliteit gebruik gemaakt. De eerste opname op 12 september betrof een bedrag van USD 5,4 miljard met vervaldatum 17 september. In de twee dagen daarna is nogmaals van de swapfaciliteit gebruik gemaakt voor een bedrag van USD 14,1 miljard op 13 september en USD 3,9 miljard op 14 september. De dollars werden ter beschikking gesteld aan de nationale centrale banken van het Eurosysteem, die deze vervolgens hebben aangewend voor het verschaffen van dollarliquiditeit aan banken in het eurogebied.

Tegen de achtergrond van grotere onzekerheid omtrent de economie van de Verenigde Staten en de wereld economie na de terreuraanslagen, heeft het Federal Open Market Committee de *federal funds rate* op 17 september verlaagd. Tegelijk met dit besluit en rekening houdend met het feit dat het vertrouwen in het eurogebied waarschijnlijk door de gebeurtenissen in de Verenigde Staten sterk zou zijn getemperd heeft de Raad van Bestuur van de ECB op 17 september tevens de minimale inschrijvingsrente van voor de basis-herfinancieringstransacties met 50 basispunten verlaagd tot 3,75%. Een aantal andere centrale banken hebben ook op 17 en 18 september hun belangrijkste rentetarieven verlaagd (voor een overzicht van alle in 2001 genomen monetaire-beleidsbesluiten zie Hoofdstuk I).

Wat de valutamarkt betreft heeft de onmiddellijke depreciatie van de dollar naar aanleiding van de terreuraanslagen sterke en ongewenste opwaartse druk op de Japanse yen uitgeoefend. Binnen het kader van de overeenkomst tussen de ECB en de Japanse centrale bank, heeft de ECB (en een aantal nationale centrale banken die namens die ECB optraden) voor de Japanse centrale bank euro gewisseld tegen yen en wel op 24, 26 en 27 september.

banken opvragen (Verordening (EG) 1010/2000 van de Raad van 8 mei 2000 houdende het beroep op verdere stortingen van externe reserves door de Europese Centrale Bank).

Op basis van onderzoek naar de optimale valutaverdeling en de verwachte operationele behoeften heeft de Raad van Bestuur de valutaverdeling bepaald van de deviezenreserves van de ECB bestaande uit goud, Amerikaanse dollars en Japanse yen. De Raad zal deze valu-

taverdeling indien nodig aanpassen. Er vindt voor beleggingsdoeleinden geen actieve valutahandel plaats, om te voorkomen dat het monetaire beleid van de ECB zou worden doorkruist. Conform de goudovereenkomst tussen de centrale banken van 26 september 1999, worden de in goud luidende activa op geen enkele manier door de ECB actief beheerd. Elke tot het Eurosysteem behorende centrale bank is gebonden aan deze overeenkomst waarin wordt bepaald dat ze hun activiteiten met betrekking tot het uitlenen van goud en met betrekking tot goudfutures en opties niet zullen uitbreiden.

De nationale centrale banken beheren de externe reserves van de ECB conform de richtlijnen en voorschriften van de ECB. Bovendien beheren zij hun eigen externe reserves naar eigen inzicht. Boven een bepaalde limiet moeten hun deviezentransacties aan de ECB worden gemeld of behoeven deze de goedkeuring van de ECB, teneinde verenigbaarheid met het monetaire beleid te waarborgen.

Met betrekking tot de externe reserves van zowel de ECB als de nationale centrale banken van het eurogebied worden maandelijks, met een vertraging van één maand, gegevens over internationale reserves en valutaliquiditeit op de website van de ECB gepubliceerd (www.ecb.int) conform de Special Data Dissemination Standard van het IMF. Deze gegevens vormen een aanvulling op de geconsolideerde financiële rekening van het Eurosysteem.

2.3 Ontwikkelingen in het beheer van de externe reserves van het Eurosysteem

Het beheer van de externe reserves van de ECB strekt ertoe te waarborgen dat de ECB te allen tijde kan beschikken over een toereikend bedrag aan liquide middelen voor het verrichten van valuta-interventies als de Raad van Bestuur daartoe besluit. Liquiditeit en kredietwaardigheid zijn derhalve basisvereisten bij de belegging van de deviezenreser-

ves van de ECB. Binnen deze randvoorwaarden is het deviezenbeheer erop gericht de waarde te maximaliseren.

De deviezenreserves van de ECB worden decentraal beheerd door de nationale centrale banken van het eurogebied op basis van beleggingsrichtlijnen, door de Raad van Bestuur goedgekeurde strategische beleggingscriteria en een door de Directie van de ECB vastgestelde tactisch beleggingskader. Naast de valutaverdeling hanteert de ECB bij het beleggen van haar deviezenreserves vier basiscriteria. Ten eerste een tweeledige benchmark (strategisch en tactisch) voor elke valuta; ten tweede toegestane afwijkingen hiervan in termen van renterisico, ten derde een lijst van toegestane instrumenten en transacties en ten vierde, limieten voor het kredietrisico (zie Hoofdstuk III). De nationale centrale banken benutten de hun gegeven ruimte binnen de bandbreedten en onder de risicolimieten om een zo hoog mogelijk rendement te halen op de portefeuilles ten opzichte van de benchmark, dit alles onder het voortdurende toezicht van de ECB. Bij de uitvoering van de beleggingstransacties van de ECB treden de nationale centrale banken namens de ECB op en maken dit ook in de markt bekend, zodat de tegenpartijen de door de nationale centrale banken namens de ECB verrichte transacties kunnen onderscheiden van die welke de nationale centrale banken zelf ten behoeve van het beheer van hun eigen reserves verrichten.

Hoewel dit kader vanaf de aanvang naar tevredenheid heeft gefunctioneerd, wordt voortdurend getracht de methodes voor portefeuillebeheer en risicobeheersing te verbeteren. Parallel aan de geleidelijke uitbreiding van het scala aan beleggingsinstrumenten en met het oog op het efficiënter innemen van posities, is in het eerste kwartaal van 2002 begonnen met het gebruik van geldmarkt- en obligatiefutures bij het beheer van de externe reserves. Bovendien heeft de ECB haar vastrentende beleggingen verder uitgebreid met door hoogwaardige niet-publiekrechtelijke entiteiten uitgegeven instrumenten ten einde het risico/rendementsprofiel van de portefeuilles te verbeteren.

Tenslotte hebben de voortdurende ontwikkeling van het risicobeheersingskader (zie Hoofdstuk XI) en wijzigingen in het automatiseringssysteem (met de invoering van een nieuwe versie van het systeem voor portefeuillebeheer) en de wettelijke documentatie (met onder andere de invoering van de Europese Raamovereenkomst) bijgedragen aan een verbetering van het algehele beheer van de externe reserves van de ECB.

gestage uitbreiding van het scala aan toegestane instrumenten werd in februari 2001 een automatisch programma ingevoerd voor het uitlenen van effecten bij het beheer van het eigen vermogen.

3 Het beheer van het eigen vermogen van de ECB

Het hoofddoel van het kapitaal van de ECB is de vorming van een reservefonds dat voor voldoende inkomsten moet zorgen met inachtneming van een geëigend niveau van zekerheid. Aan de ECB is een aanvangskapitaal van ongeveer € 4.000 miljoen gedoteerd. In 2001 is het eigen vermogen van de ECB met twee belangrijke bijdragen aangevuld. Ten eerste stortte Griekenland haar bijdrage tot het kapitaal van de ECB bij de toetreding tot het eurogebied aan het begin van het jaar en ten tweede werd een deel van de totale bedrijfs-winst over 2000 aan het algemene reservefonds overgedragen.

Tevens bestaat er een lijst van toegestane tegenpartijen bij de belegging van het eigen vermogen van de ECB. Ofschoon separaat opgesteld van die met betrekking tot het beheer van de externe reserves van de ECB, voldoet deze lijst aan dezelfde criteria van kredietwaardigheid en operationele doelmatigheid. De relevante juridische documentatie, met inbegrip van de recent ingevoerde Europese Raamovereenkomst, komt overeen met de documentatie die bij het beheer van de externe reserves wordt gebruikt.

De besluitvormende lichamen van de ECB hebben 4 basiscriteria vastgelegd voor het beleggen van het eigen vermogen in de Europese obligatiemarkten. Ten eerste een strategische benchmark; ten tweede toegestane afwijkingen hiervan in termen van renterisico, ten derde een lijst van toegestane instrumenten en transacties en ten vierde limieten voor het kredietrisico. De ECB benut de haar gegeven ruimte binnen de bandbreedten en onder de risicolimieten om een zo hoog mogelijk rendement te halen op het eigen vermogen.

Aangezien het eigen vermogen van de ECB op het moment in in euro luidende activa is belegd, is het van het grootste belang te voorkomen dat de monetaire-beleidsbesluiten van de Raad van Bestuur worden doorkruist. Ter voorkoming van misbruik van vertrouwelijke informatie bij het beheer van het eigen vermogen van de ECB en ter bescherming van de reputatie van de ECB, zijn zogeheten Chinese walls aanwezig, die een strikte functionele en fysieke scheiding waarborgen tussen de afdeling die het eigen vermogen beheert en de overige afdelingen van de ECB. Daarnaast voert de ECB een relatief passief beleggingsbeleid, met name op de geldmarkt, om geen signalen af te geven die verkeerd kunnen worden uitgelegd als zijnde monetaire-beleidsignalen.

Gezien de doelstelling van het eigen vermogen van de ECB en de bovengenoemde basiscriteria, wordt het eigen vermogen voornamelijk belegd in overheidsobligaties in het eurogebied en een aantal andere hoogwaardige obligaties met onderpand. Bepaalde obligatiederivaten in het eurogebied en rechtstreekse transacties bij het uitlenen van effecten behoren tevens sinds 1999 tot de toegestane instrumenten. Als onderdeel van de



Griekenland: **Controle van vellen bankbiljetten bij de drukkerij van de Griekse centrale bank in Athene.**

Hoofdstuk III

Risicobeheersing

De ECB beschikt over een kader van risicobeheersingsmaatregelen ter beheersing en bewaking van de financiële risico's die zij direct of via de 12 nationale centrale banken van het Eurosysteem loopt. Dit kader bestaat uit twee risicobeheersingsystemen, één voor monetaire-beleidstransacties en één voor beleggingstransacties. Het eerste systeem richt zich op de risico's die verbonden zijn aan de monetaire-beleidstransacties van het Eurosysteem. Hiertoe wordt ook het verlenen van diensten in het betalingsverkeer gerekend (met name door het verschaffen – via het TARGET-systeem – van liquiditeiten binnen de werkdag). Het tweede systeem geldt voor transacties in het kader van het deviezenreservebeheer en het eigen vermogen van de ECB.

I Monetaire-beleidstransacties

Bij zijn monetaire-beleidstransacties en kredietverlening in het kader van het betalingsverkeer loopt het Eurosysteem het risico een transactie aan te gaan met een tegenpartij die zijn betalingsverplichtingen niet kan nakomen. Het Eurosysteem verkleint dit kredietrisico door het gebruik van adequaat onderpand als voorwaarde te stellen bij alle door het Eurosysteem verrichte krediettransacties (zie Artikel 18.1 van de Statuten van het ESCB).

Om het Eurosysteem te vrijwaren van verliezen alsook om de gelijke behandeling van tegenpartijen te waarborgen en de operationele doelmatigheid te vergroten, dienen beleenbare activa aan bepaalde gemeenschappelijke criteria te voldoen om als onderpand voor de krediettransacties van het Eurosysteem te kunnen worden gebruikt. Deze criteria zijn vastgelegd in het onderpandsraamwerk.

Met het oog op de verschillen in financiële structuur tussen de lidstaten en om interne redenen wordt een onderscheid gemaakt tussen twee categorieën beleenbare activa die gebruikt kunnen worden bij de krediettransacties van het Eurosysteem. Deze twee categorieën worden aangeduid als de op lijst 1, respectievelijk, lijst 2 opgenomen beleenbare activa. Lijst 1 bestaat uit verhandelbare schuldbewijzen die voldoen aan voor het gehele eurogebied geldende, door de ECB vastgestelde criteria. Lijst 2 bestaat uit aanvullende verhandelbare en niet-verhandelbare activa die van bijzonder belang zijn voor de nationale financiële markten en het nationale bankwezen. De door de nationale centrale

banken op deze activa toegepaste beleenbaarheidscriteria behoeven de goedkeuring van de ECB. Met betrekking tot de kwaliteit van de activa of hun beleenbaarheid in het kader van de verschillende krediettransacties van het Eurosysteem wordt tussen de op de twee lijsten opgenomen activa geen ander onderscheid gemaakt dan dat de activa op lijst 2 doorgaans niet door het Eurosysteem worden gebruikt voor rechtstreekse aan- of verkopen van waardepapieren in de markt.

I.1 Risicobeheersingskader

Activa op lijst 1 en lijst 2 zijn alle onderworpen aan risicobeheersingsmaatregelen. Deze maatregelen worden toegepast op de activa die als onderpand dienen bij de door het Eurosysteem verrichte krediettransacties teneinde het Eurosysteem te vrijwaren van verliezen als een tegenpartij niet aan zijn verplichtingen voldoet. Dit betekent dat het Eurosysteem onderpand gebruikt om de vordering uit hoofde van de verstrekte liquiditeiten te verhalen. In een dergelijke situatie loopt het Eurosysteem markt- en liquiditeitsrisico's die verbonden zijn aan het onderpand. In 2001 stonden de volgende risicobeheersingsmaatregelen ter beschikking van het Eurosysteem: initiële marges, surpluspercentages, variatiemarges, limieten ten aanzien van emitenten/debiteuren of garanten, en aanvullende garanties.

Risicobeheersingsmaatregelen

Om een toereikend niveau van risicobeheersing te verkrijgen evalueert het Eurosysteem, met gebruikmaking van de beste methoden die in de markt voorhanden zijn, parameters zoals de huidige en potentiële koersontwikkelingen en de daarmee verband houdende koersvolatiliteiten. Voor de raming van de surpluspercentages die benodigd zijn om het maximale verlies aan marktwaarde uit te drukken dat uitgaand van historische ontwikkelingen door het onderpand met een gegeven statistische betrouwbaarheid gedurende een gegeven periode kan worden gegeneereerd, wordt gebruik gemaakt van VaR-berekeningen. Tot de aanvullende methodes die gebruikt worden om de surpluspercentages te meten behoren empirische validatie en het vaststellen van stress-scenario's.

Naast de voor de verschaftte liquiditeiten gehanteerde initiële marges, past het Eurosysteem surpluspercentages toe al naar gelang het type activum, de resterende looptijd en de couponstructuur. Deze percentages worden toegepast door een bepaald percentage in mindering te brengen op de marktwaarde van het activum. In 2001 werden op de op lijst 1 voorkomende activa drie soorten surpluspercentage toegepast: voor vastrentende instrumenten, voor instrumenten met variabele rente en voor instrumenten met inverse variabele rente.

De surpluspercentages die gehanteerd worden voor activa op lijst 2 weerspiegelen de specifieke met deze activa samenhangende risico's en zijn ten minste gelijk aan die voor de activa op lijst 1. De toepassing van initiële marges en margestortingen op activa op lijst 2 geschiedt op dezelfde wijze als voor activa op lijst 1. In 2001 werden de op de lijst 2 opgenomen activa, voor wat de surpluspercentages betreft, in vier categorieën ingedeeld, al naar gelang hun intrinsieke kenmerken en liquiditeit: aandelen, verhandelbare schuldbewijzen met beperkte liquiditeit, schuldbewijzen met beperkte liquiditeit en bijzondere kenmerken, en niet-verhandelbare schuldbewijzen.

De activa worden dagelijks gewaardeerd en de nationale centrale banken berekenen dagelijks de vereiste waarde van de beleenbare activa volgens de door het Eurosysteem aangegeven waarderingsgrondslagen. Als de waarde van de beleenbare activa niet overeenstemt met de voor het onderpand vereiste waarde, vinden symmetrische margestortingen plaats. Margestortingen geschieden ofwel door middel van de levering van aanvullende activa ofwel in de vorm van betalingen in contanten.

Waarderingsgrondslagen

Voor de waardebepaling van de beleenbare activa bij krediettransacties maakt het Eurosysteem gebruik van een reeks grondslagen. Het Eurosysteem bepaalt de waarde van de op lijst 1 en lijst 2 opgenomen activa met behulp van een marktwaardemethode, namelijk door voor elk van de activa één markt aan te wijzen voor het ontlennen van koersinformatie. Het stelt de meest representatieve koers op de referentiemarkt vast, die vervolgens gebruikt wordt voor de berekening van de marktwaarden. Bij notering van meer dan één koers, geldt de laagste (doorgaans de biedkoers). Voor niet-verhandelbare op lijst 2 opgenomen activa of voor verhandelbare activa die niet normaal worden verhandeld en zich derhalve niet lenen voor een waardebeoordeling op basis van de marktwaarde, past het Eurosysteem gewoonlijk een waardeberekening toe op basis van een methode waarbij verwachte kasstromen tegen de contante waarde worden verdisconteerd. Dit gebeurt op basis van een nulcouponcurve, waarbij speciaal rekening gehouden wordt met verschillen in kredietrisico tussen de emittenten door middel van een renteopslag. Het niveau van de toepasbare renteopslag hangt sterk af van de kenmerken van de nationale markten en wordt om die reden voorgesteld door de nationale centrale bank op basis van een analyse van de beschikbare marktgegevens. De rente-opslagen behoeven uiteindelijk de goedkeuring van de ECB.

1.2 Kredietrisicobeoordeling

Om als onderpand te kunnen dienen bij de krediettransacties van het Eurosysteem moeten activa aan hoge normen van kredietwaardigheid voldoen. Voor de beoordeling van de kwaliteit van schuldbewijzen houdt het Eurosysteem onder meer rekening met de beschikbare beoordelingen van kredietwaardigheid door commerciële kredietbeoordelingbureaus. Tevens wordt rekening gehouden met de resultaten van de kredietbeoordelingsystemen van de nationale centrale banken, alsmede met bepaalde institutionele criteria die een zeer hoge mate van bescherming bieden aan de houders van

schuldbewijzen, inclusief garanties. Het Eurosysteem accepteert geen schuldbewijzen die zijn uitgegeven of gegarandeerd door de tegenpartij of een andere entiteit waarmee de tegenpartij nauwe banden onderhoudt.

Het Eurosysteem beoordeelt de beleenbare activa voortdurend op kredietwaardigheid om te controleren of deze gelijk is aan tenminste het minimaal vereiste niveau van financiële soliditeit. De ECB beoordeelt de door de kredietbeoordelingsystemen van de nationale centrale banken geleverde waarderingen en van tijd tot tijd die van de nationale instanties die de op lijst 2 opgenomen activa van een rating voorzien.

2 Beleggingstransacties

Eind 2001 beschikte de ECB over reserves ter waarde van € 46,8 miljard, bestaand uit deviezen, goud en bijzondere trekkingsrechten.

De deviezenreserves luiden in Amerikaanse dollar en Japanse yen en worden door de nationale centrale banken ten behoeve van de ECB beheerd. Deze portefeuille dient in de eerste plaats en vooral als interventieportefeuille.

Naast de actief beheerde beleggingen beschikt de ECB ook over goudreserves.

Het eigen vermogen van de ECB luidt in euro en wordt beheerd door een speciaal team van portefeuillebeheerders bij de ECB. Deze beleggingen, ofwel het "eigen vermogen" van de ECB, zijn bedoeld om rendement te genereren ter financiering van de lopende kosten van de ECB.

De ECB is voor haar financiële gezondheid en reputatie afhankelijk van een goed beheer van de beleggingsportefeuille. Een goede risicobeheersingstructuur speelt daarin een belangrijke rol.

Het risicobeheersingskader

Het kader voor de beheersing van de risico's die samenhangen met de beleggingsportefeuille van de ECB bestaat uit de volgende drie onderling nauw verbonden onderdelen:

- de vaststelling van een analytisch kader om de juiste bestemming voor de deviezen- en beleggingsreserves te bewerkstelligen. Dit kader dient in concreto ter bepaling van de valutaverdeling van de deviezenportefeuilles en de strategische criteria voor elke portefeuille;
- de analyse van beleggingsresultaten;
- de vaststelling van een kader van risicobeheersings- en *compliance*-maatstaven.

De activaverdelingsmethode

Met deze methode wordt de optimale valutaverdeling voor de deviezenreserves vastgesteld alsook de optimale activaverdeling per valutaportefeuille.

Liquiditeit en diversificatie vormen de twee belangrijkste overwegingen bij de bepaling van de valutaverdeling. Per portefeuille zijn aan de verdeling van de activa strategische beleggingscriteria verbonden.

De strategische beleggingscriteria dienen om de door de ECB gewenste risico-rendement-verhouding op de lange termijn aan te geven en te realiseren. Zij geven portefeuillebeheerders binnen het Eurosysteem duidelijke aanwijzingen omtrent de door de ECB gewenste markt-, krediet-, en liquiditeitsrisiconiveaus. De criteria zijn van cruciaal belang voor de ECB omdat zij grotendeels bepalend zijn voor rendement dat wordt behaald.

De doelstelling van activaverdeling is om maximaal rendement te behalen binnen de beperkingen waarbinnen de ECB opereert. De strategische criteria worden jaarlijks opnieuw beoordeeld. In 2001 werden in dat kader nieuwe methodieken ontwikkeld voor de raming van de verwachte rendementen per categorie van activa en deze scenario's werden verwerkt in de verschillende optimaliseringsexercities die voorafgaan aan de samenstelling van een criterium. Daarnaast werd voor elke categorie van activa de rentecurve vanuit een stress-scenario beoordeeld om de weerstand van mogelijke toekomstige activaverdelingen tegen externe schokken te bepalen.

Deze voor de bestemming van activa gevolgde methode is typerend voor de proactieve benadering die de ECB volgt in het kader van de risicobeheersing.

Analyse van het beleggingsresultaten

De kwartaal-, halfjaarlijkse, en jaarlijkse analyses van beleggingsrendementen en -risico's worden aan de Raad van Bestuur en de Directie van de ECB voorgelegd, alsook aan de portefeuillebeheerders en senior-beleidsmakers bij de ECB en binnen het Eurosysteem. De rendementen en risico's worden gemeten volgens de aanbevelingen van de *Association of Investment Management and Research (AIMR)*. Het rendement op de beleggingen wordt ook geanalyseerd ter bepaling van de factoren die daartoe bijdragen. In 2001 werd ook speciale aandacht gegeven aan een onderzoek naar de liquiditeitsbeperkingen die verbonden zijn aan het beheer van een interventieportefeuille.

Alle markten of instrumenten waarin de ECB belegt, moeten voldoen aan van tevoren vastgestelde en door de Directie goedgekeurde liquiditeitscriteria. Deze vereisten gaan uit van een liquiditeitsnorm die zelfs in stress-situaties moet worden behaald. Het moge duidelijk zijn dat voor de deviezenreserves de meest stringente liquiditeitsvereisten gelden. Het is voor de ECB van belang de implicaties van deze stringente liquiditeitscriteria te kennen. Om deze reden worden de beleggingen van de ECB vergeleken met theoretische efficiëntiegrenzen om de kosten te meten in de zin van de rentederving als gevolg van de definitie van liquiditeit.

Vaststelling van een doelmatig kader van risicobeheersings- en compliance-maatstaven

De ECB hanteert maatstaven op het gebied van risicobeheersing en de naleving daarvan om markt-, krediet-, en liquiditeitsrisico's te meten en beheersen. Tijdsduur is de belangrijkste maatstaf bij de meting en beheersing van het marktrisico. Relatieve marktrisico-maatstaven als Value-at-Risk (VaR) en de *tracking error* zijn echter eveneens in gebruik. Met name de *tracking error* is een nuttige maatstaf, omdat daarbij in één getal het marktrisico wordt uitgedrukt dat portefeuillebeheerders nemen, ongeacht de oorzaak van dat risico (in dit getal komen namelijk het spreidings-, het rendementscurve-, en het verschuivingsrisico tot uitdrukking). Veel aandacht is ook besteed aan de uitsplitsing van marktrisico naar risicobron. Dit soort informatie draagt bij tot verdieping van het inzicht in de samenstelling van de rendementen.

De ECB neemt bij haar beleggingsbeslissingen de risico's terdege in aanmerking. Daarbij wordt grote nadruk gelegd op een hoge mate van kredietwaardigheid en liquiditeit. Om in aanmerking te komen voor deelname aan transacties in het kader van het deviezenreservebeheer, dienen tegenpartijen aan minimale ratingcriteria en bepaalde operationele vereisten te voldoen. Voor de tegenpartijen worden minimale ratingniveaus vastgesteld naar gelang van het karakter van de verrichte

transactie en het dienovereenkomstige kredietrisico. De kredietwaardigheid van tegenpartijen wordt ter aanvulling op de ratings van commerciële bureaus geanalyseerd met behulp van een door de *Risk Management Division* ontwikkelde multivariabele statistische techniek. De debiteurenlimieten worden

na vaststelling ten behoeve van de tegenpartijen doorgegeven aan de nationale centrale banken naar gelang van de totale omvang van de reserves die zij ten behoeve van de ECB beheren. De handelsrelaties met goedgekeurde tegenpartijen worden ondersteund door de geëigende juridische documenten.

3 Ontwikkelingen voor 2002

In 2002 zal de ECB haar inspanningen ter verbetering van het risicobeheersingskader voortzetten.

Nieuwe ontwikkelingen met betrekking tot de krediettransacties van het Eurosysteem: een verbeterde aanpak van het liquiditeitsrisico en een analyse van het effect van het voorstel van de BIB met betrekking tot kapitaaltoereikendheid op het onderpandskader. Verder heeft de ECB zich de interessante taak gesteld te onderzoeken in hoeverre het mogelijk is de bronnen van informatie over kredietrisico uit te breiden om de financiële soliditeit van de door het Eurosysteem als onderpand aangemerkte activa te beoordelen.

Met betrekking tot de beleggingstransacties zal de aandacht op twee hoofdgebieden gericht zijn. Ten eerste wordt de methodiek ter bepaling van de achterliggende rendementsfactoren verbeterd om de precisie waarmee rendementen kunnen worden toegeschreven aan marktfactoren te vergroten. Dit zal ten goede komen aan de achteraf uitgevoerde rendementsanalyse en zo beleidsmakers gedegener informatie verschaffen

omtrent toekomstig beleggingsbeleid. Ten tweede, wordt een softwareplatform geïmplementeerd dat voorziet in een onderlinge schakeling van alle lopende applicaties op het gebied van risicobeheersing. Dit platform zal de integratie van krediet- en marktrapportages en -analyses vergemakkelijken. Dankzij de gecombineerde analyse kan de risicomanagementfunctie het besluitvormingsproces beter van dienst zijn.

Deze initiatieven zullen er uiteindelijk voor zorgdragen dat de ECB het maximaal haalbare rendement realiseert met volledige inachtneming van de beperkingen waarbinnen geopeerd wordt. Door een adequaat beheer van haar financiële risico's wordt de financiële onafhankelijkheid en de kracht van de ECB gewaarborgd. Dit versterkt weer de reputatie en institutionele onafhankelijkheid van de ECB, wat de ECB uiteindelijk in staat zal stellen om aan de belangrijkste doelstelling, te weten handhaving van de prijsstabiliteit, te voldoen. In deze context ligt het belang van een efficiënte en solide risicobeheersing voor de hand.



België: (rechts) **Luc Luycx** van de Koninklijke Belgische Munt, de ontwerper van de gemeenschappelijke zijde van de euromunten.
(links) **Gipsmodel en muntstuk van 2 euro.**

Hoofdstuk IV

Economische ontwikkelingen in de andere landen van de Europese Unie

Het Eurosysteem en de NCB's van de niet-deelnemende EU-landen werken binnen de Algemene Raad van de ECB nauw samen met het oog op het handhaven van prijsstabiliteit in de EU als geheel. Een regelmatige toetsing van de macro-economische situatie alsook van het monetaire en wisselkoersbeleid maken een integrerend deel uit van de coördinatie tussen het Eurosysteem en de drie NCB's die momenteel niet deelnemen aan het gemeenschappelijke monetaire beleid. Hoewel deze NCB's hun monetaire beleid binnen een verschillend institutioneel en operationeel kader voeren, hebben ze alle als uiteindelijke monetaire-beleidsdoelstelling het handhaven van prijsstabiliteit.

Denemarken

In 2001 vertraagde de Deense economie; het reële bbp steeg met een bescheiden 1,2% in

2001, tegen 3,0% in 2000 (zie Tabel 11). Die schijnbaar sterke achteruitgang omvat echter het effect van een orkaan in december 1999, waardoor de activiteit in 2000 werd aangezwengeld. Alleen al door het wegebben van die tijdelijke activiteitstoename kan 1,5 procentpunt van de groeidaling tussen 2000 en 2001 worden verklaard. De exportgroei liep terug van 11,5% in 2000 tot 3,4% in 2001. De invoergroei daalde echter eveneens, waardoor de bijdrage van de netto-uitvoer aan de reële bbp-groei in 2001 aanzienlijk bleef. Die aanhoudende netto-uitvoergroei is een afspiegeling van het feit dat de uitvoer van windturbines fors toenam, terwijl de vraag naar farmaceutische producten en de uitvoer van varkensvlees relatief ongevoelig bleef voor de economische conjunctuur. De uitvoer van varkensvlees profiteerde tijdelijk van het uitbreken van mond- en klauwzeer in het Verenigd Koninkrijk. Het consumentenvertrouwen steeg lichtjes, terwijl de particuliere consumptie in

Tabel 11

Macro-economische indicatoren voor Denemarken

(mutaties in procenten per jaar, tenzij anders aangegeven)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2001 kw 1	2001 kw 2	2001 kw 3	2001 kw 4
Reëel bbp	2,5	3,0	2,5	2,3	3,0	1,2	2,0	0,9	1,2	0,7
<i>Bijdrage tot de reële bbp-groei: 1)</i>										
Reële binnenlandse vraag, met inbegrip van de voorraden	2,1	4,6	3,9	-0,5	2,5	0,8	-0,2	0,5	1,2	1,4
Netto-uitvoer	0,4	-1,7	-1,4	2,8	0,6	0,5	2,3	0,4	-0,0	-0,7
HICP	2,1	1,9	1,3	2,1	2,7	2,3	2,3	2,5	2,3	2,0
Loonsom per werknemer	3,3	3,5	3,7	3,1	3,8	4,2	4,3	3,8	4,3	4,4
Arbeidskosten per eenheid product, gehele economie	2,1	1,9	3,0	2,2	1,5	3,5	2,6	3,5	3,7	4,2
Invoerdeflator (goederen en diensten)	-0,1	2,2	-2,5	-0,3	9,8	2,8	6,9	5,8	1,4	-2,3
Lopende plus nieuwe kapitaalrekening (% bbp)	.	0,1	-0,1	0,2	0,2	0,4	0,7	0,4	0,5	0,1
Totale werkgelegenheid	0,6	1,2	1,7	1,5	0,7	0,2	0,3	0,4	0,3	0,0
Werkloosheidsgraad (% beroepsbevolking)	6,3	5,3	4,9	4,8	4,4	4,3	4,4	4,4	4,3	4,2
Begrotingssaldo (% bbp) 2), 3)	-1,0	0,4	1,1	3,1	2,5	2,5	.	.	.	.
Geconsolideerde brutoschuld (% bbp) 2)	65,1	61,2	55,6	52,0	46,8	44,5	.	.	.	.
Driemaands rente (% per jaar) 4)	3,9	3,7	4,1	3,3	4,9	4,6	5,2	5,0	4,6	3,7
Rendement op tienjaars overheidsobligaties (% per jaar) 4)	7,2	6,3	4,9	4,9	5,6	5,1	5,0	5,3	5,2	4,8
Wisselkoers t.o.v. de ecu of de euro 4), 5)	7,36	7,48	7,50	7,44	7,45	7,45	7,46	7,46	7,44	7,44

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

Toelichting: De nationale rekeningen stemmen overeen met het ESR 95. De HICP-gegevens vóór 1995 zijn op nationale definities gebaseerde ramingen en zijn niet volledig vergelijkbaar met de HICP-gegevens vanaf 1995.

1) Procentpunten.

2) Overeenkomstig de definitie van het Verdrag van Maastricht.

3) Overheids surplus (+) of -deficit (-).

4) Gemiddelden per periode.

5) Nationale munteenheden per ecu tot eind 1998, daarna ten opzichte van de euro.

2001 een gematigde groei vertoonde, met 1,1%, en de overheidsconsumptie met 1,4% toenam. Samen waren de laatstgenoemde componenten niet voldoende om een teruggang van de investeringen te compenseren, waarbij de investeringen in materialen en de bouw terugliepen tot ongeveer hetzelfde peil als in 1999. De bijdrage van de binnenlandse vraag, voorraden inbegrepen, aan de reële bbp-groei liep terug van 2,5% in 2000 tot 0,8% in 2001. De Deense arbeidsmarkt bleef relatief krap, met een werkloosheidsgraad die zakte tot een dieptepunt van 4,3%.

Ondanks de krappe arbeidsmarkt en hoge energieprijzen bleven de prijsontwikkelingen in Denemarken in 2001 in het algemeen gematigd. De stijging van de HICP bleef het hele jaar door relatief stabiel; het gemiddelde jaarlijkse inflatiecijfer daalde tot 2,3%, tegenover 2,7% in 2000. De lonen bleven sneller stijgen dan in het eurogebied, vooral wegens een daling van het aantal werkuren die het gevolg was van het grotere aantal toegekende vakantiedagen, ofschoon de loonstijging in de overheidssector aanzienlijk was. De nominale loonsom per werknemer steeg in 2001 met een gematigde 4,2% en de arbeidskosten per eenheid product met 3,5%. Beide cijfers bleven uitkomen boven die van het eurogebied.

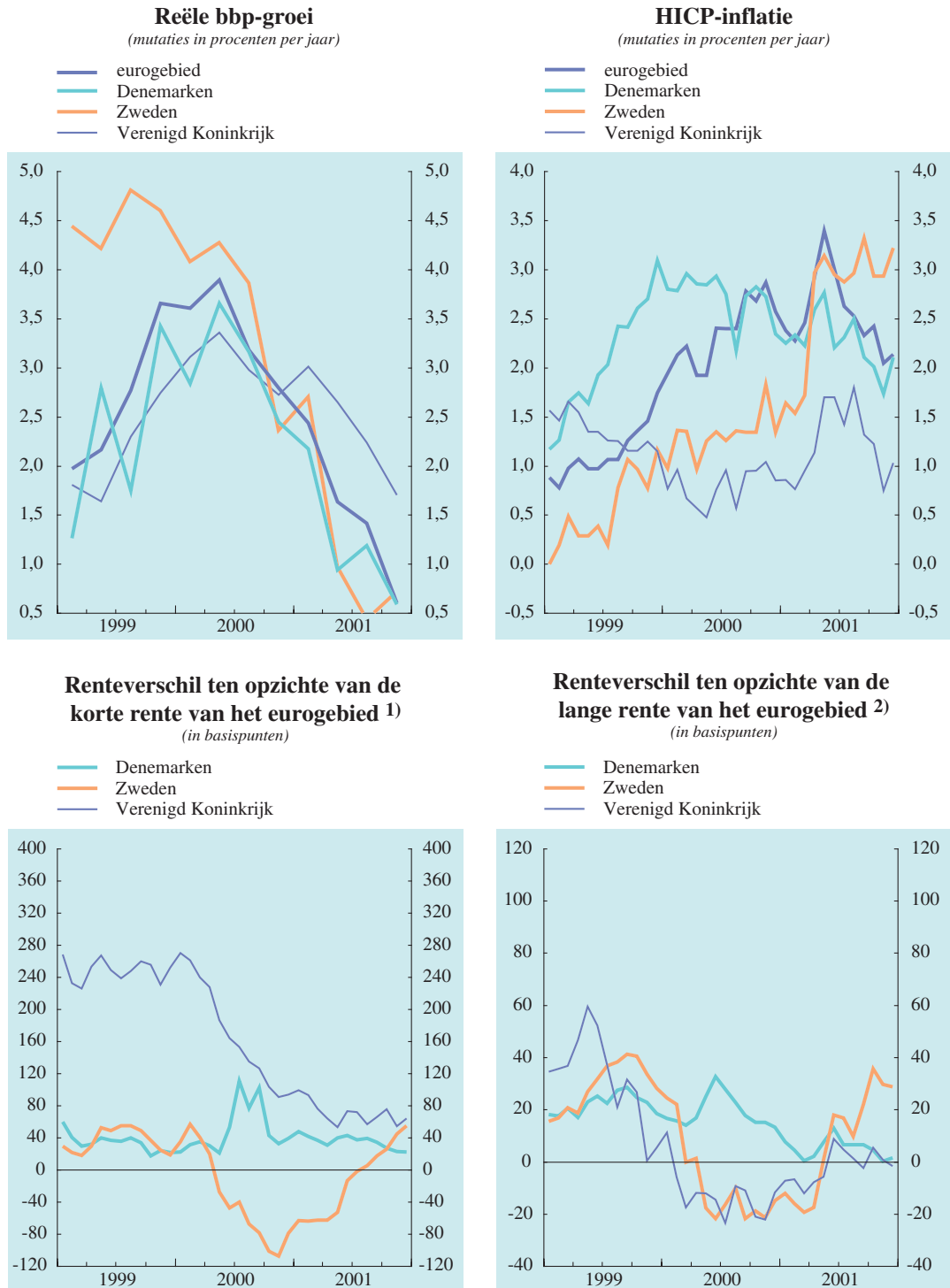
De Deense overheidsfinanciën bleven in 2001 gezond. Het totale begrotingsoverschot beliep in 2001 nog steeds 2,5% bbp (exclusief UMTS-opbrengsten), zoals in het jaar voordien. De overheidsschuld bleef verminderen. De schuldquote liep terug van 46,8% bbp tot 44,5%. Het meest recente convergentieprogramma van Denemarken mikt op begrotingsoverschotten van respectievelijk 1,9% en 2,1% bbp in 2002 en 2003. De genoemde saldi zijn lager dan die voorzien in het vorige convergentieprogramma. Het verschil kan vooral worden verklaard door de aangekondigde reorganisatie van het Speciale Pensioenspaarfonds, dat niet meer tot de overheidssector behoort. De bruto schuldquote wordt maar in geringe mate beïnvloed door die hervorming en zal naar schatting teruglopen tot 42,9% bbp in 2002 en 40,1% in 2003.

Na het referendum over de invoering van de euro op 28 september 2000, zette Denemarken het vaste-wisselkoersbeleid ten opzichte van de euro voort, met behoud van een smalle band van $\pm 2,25\%$ voor de kroon ten opzichte van zijn ERM II-spilkoers tegenover de euro. Gelet op dat beleid, moeten de ontwikkelingen van de officiële rentetarieven en de korte marktrente in de eerste plaats worden gezien tegen de achtergrond van de rentebeslissingen van de ECB en het wisselkoersverloop van de kroon tegenover de euro. De kroon bleef in 2001 stabiel (zie Grafiek 28) en noteerde tijdens het grootste gedeelte van het jaar iets boven haar spilkoers van DKK 7,46038. Danmarks Nationalbank intervieneerde eind september op de markten, waarbij deviezen werden aangekocht om de appreciatie van de kroon af te remmen. De kroon had aan kracht gewonnen doordat een aantal pensioenfondsen hun portefeuilles hadden herschikt, uit buitenlandse aandelen waren gestapt en waren overgegaan op binnenlandse obligaties, teneinde hun reserves te beschermen tegen een verdere daling van de internationale aandelenkoersen.

Door vijf opeenvolgende verlagingen van de beleningsrente van Danmarks Nationalbank tussen juli en november 2001, daalde het ecart met de marginale rentevoet voor de basis-herfinancieringstransacties van de ECB tot 35 basispunten (zie Grafiek 27). Dat is vergelijkbaar met het ecart dat vóór het referendum in september 2000 werd genoteerd. Naast twee kleinere verlagingen met elk 0,05 procentpunt, verminderde Danmarks Nationalbank op 30 augustus de beleningsrente met 0,3 procentpunt en op 18 september met 0,5 procentpunt, wat in de lijn lag van de verlagingen van de basisrentetarieven van de ECB. Op 8 november werd de beleningsrente nogmaals met 0,5 procentpunt verlaagd, wat spoorde met de even grote verlaging van de basisrente van de ECB tot 3,6%. Begin februari 2002 werd de beleningsrente wederom verlaagd tot 3,55%. Het verloop van de lange rente in 2001 weerspiegelde globaal het rentebeloop in het eurogebied. Het ecart tussen de Deense rendementen op langlopende obligaties en die in het eurogebied liep

Grafiek 27

Economische en financiële indicatoren voor de niet tot het eurogebied behorende landen en het eurogebied



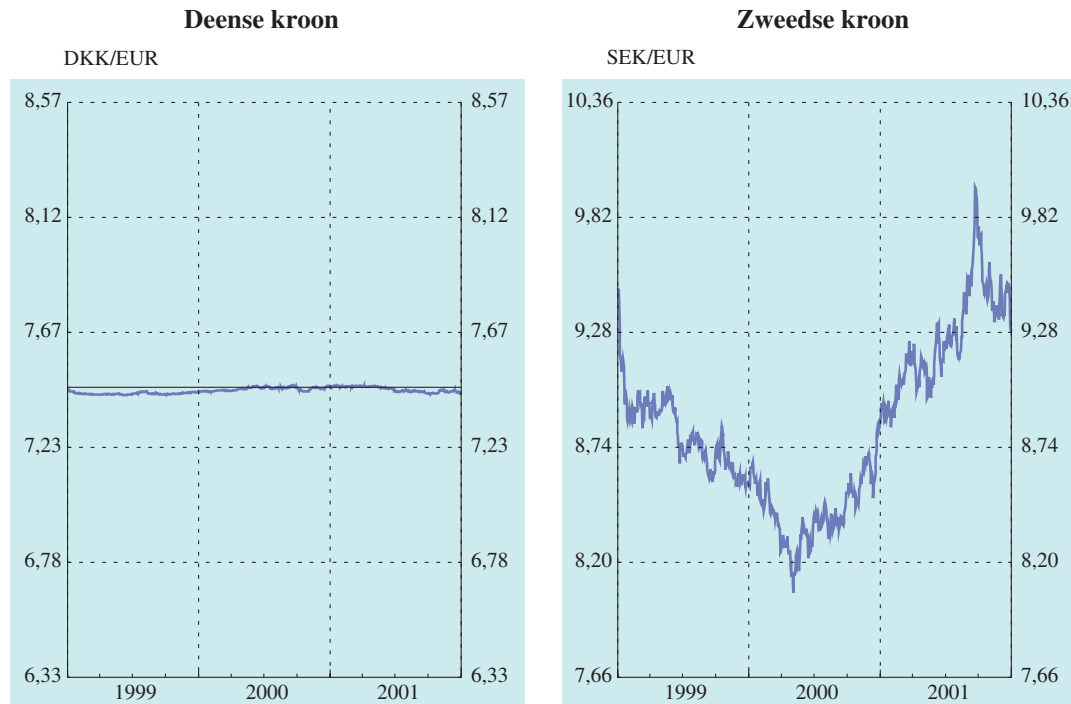
Bronnen: ECB en Eurostat.

1) Voor de niet-eurolanden: driemaands interbancaire rente; voor het eurogebied: driemaands EURIBOR.

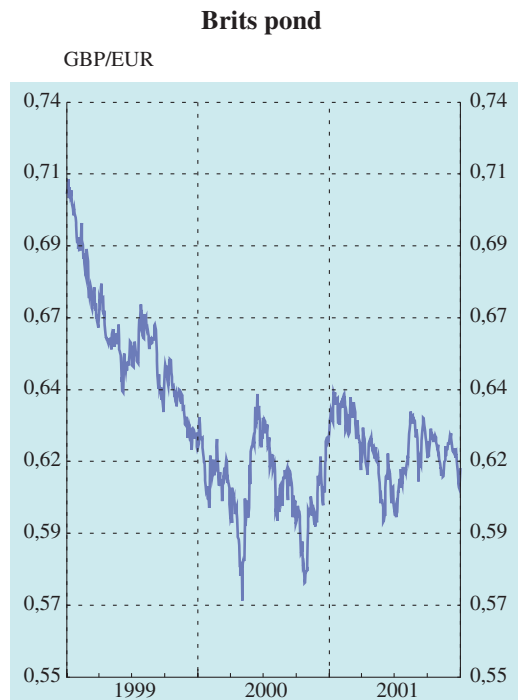
2) Rendement op langlopende overheidsobligaties, tienjaars obligaties of obligaties met de meest vergelijkbare looptijd.

Grafiek 28

Bilaterale wisselkoersen van niet aan het eurogebied deelnemende EU-munten t.o.v. de euro



De op 31 december 1998 bekendgemaakte spilkoers bedraagt 7,46038.



Bron: Nationale gegevens.

Toelichting: De grafieken voor Denemarken, Zweden en het Verenigd Koninkrijk geven een fluctuatiemarge van 30% aan.

begin 2001 nagenoeg tot nul terug en bleef vervolgens gedurende de rest van het jaar licht positief.

Zweden

De Zweedse economie vertraagde aanzienlijk in 2001 (zie Grafiek 27). Het reële bbp groeide met 1,2%, tegen 3,6% in 2000 (zie Tabel 12). De internationale groeivertraging beïnvloedde de Zweedse exportindustrie aanmerkelijk, wat de afspiegeling was van de relatief hoge mate van gevoeligheid van de Zweedse economie voor ontwikkelingen in de Verenigde Staten en in de telecommunicatie-industrie. De groei van de uitvoer liep terug van 10,3% in 2000 tot 1,4% in 2001. Ook de investeringsgroei vertoonde een forse vertraging als gevolg van de teruglopende vraag en capaciteitsbezetting. Deels wegens forse dalingen van de aandelenmarkten, die zowel op het vermogen van de huishoudens als op het consumentenvertrouwen wogen, werd ook de particuliere consumptie bijzonder getroffen, die maar met 0,2% steeg, tegen 4,6% in 2000. Het reële beschikbare inkomen bleef verder toenemen, grotendeels als gevolg van belastingverminderingen. Dat resulteerde vooral in een hogere spaarquote, veeleer dan dat het de consumptieve bestedingen ondersteunde. Ook de invoergroei vertraagde en de bijdrage van de netto-uitvoer aan de reële bbp-groei steeg tot 1,0 procentpunt. De bijdrage van de binnenlandse vraag bedroeg 0,7 procentpunt. De snelle vertraging van de economische activiteit had tot dusver geen belangrijke gevolgen voor de arbeidsmarkt en de werkloosheidsgraad bleef relatief stabiel op nagenoeg 5%, met een gestage groei van de werkgelegenheid in de particuliere dienstverlening.

De inflatie op jaarbasis, gemeten aan de hand van de HICP, de CPI en UNIDX¹, steeg in de lente van 2001 snel tot nagenoeg 3%, wat spoorde met de situatie in het eurogebied (zie Grafiek 27). Tijdens de rest van het jaar bedroeg het inflatiecijfer circa 3%. De gemiddelde HICP-inflatiegraad op jaarbasis bedroeg 2,7%, tegen 1,3% in 2000, terwijl de

CPI opliep tot 2,6%, tegen 1,3% in 2000. De inflatiestijging is vooral het gevolg van prijsontwikkelingen voor vlees, binnenlands fruit en groenten, elektriciteits- en telefoonkosten. Deze prijscomponenten werden beïnvloed door verschillende tijdelijke aanbodschokken, zoals de mond- en klauwzeer- en BSE-crisis in de voedingsmiddelenindustrie, en de weersomstandigheden. Voor de resterende binnenlandse-prijscomponenten was de stijging geleidelijker en algemener, wat grotendeels toe te schrijven was aan de indirecte effecten van eerdere olieprijsstijgingen, aan de snelle toename van de capaciteitsbezetting in de laatste jaren, wat zich onder meer vertaalde in stijgende arbeidskosten per eenheid product en winststijgingen in markten met geringe concurrentie. De arbeidskosten per eenheid product stegen met 4,5% tegen 5,7% in 2000, voornamelijk als gevolg van de conjunctuurgebonden verslechtering van de arbeidsproductiviteit, wat een gevaar kon opleveren voor de werkgelegenheids- en inflatievooruitzichten. De geïmporteerde inflatie liep in 2001 wat terug, ondanks de zwakkere kroon, wat een weerspiegeling was van de daling van de olieprijzen.

In 2001 steeg het totale begrotingsoverschot van de Zweedse overheid tot 4,7% bbp, tegen 3,7% bbp in 2000. Belastingverminderingen ter grootte van ongeveer 1% bbp werden onder meer gecompenseerd door eenmalige inkomsten. Ondanks die belastingverlagingen blijft de Zweedse belastingquote hoog in vergelijking met die in andere geïndustrialiseerde landen. De schuldquote in verhouding tot het bbp steeg lichtjes van 55,3% in 2000 tot 56% in 2001. Het bijgewerkte convergentieprogramma van Zweden mikt op begrotingsoverschotten van respectievelijk 2,1% en 2,2% bbp in 2002 en 2003. Die vermindering van het begrotingsoverschot resulteert grotendeels uit de geleidelijke implementatie van de hervorming van de inkomstenbelasting die in

¹ UNIDX wordt gedefinieerd als de CPI exclusief rentelasten en directe effecten van wijzigingen in de indirecte belastingen en subsidies. In Zweden is de totale CPI de doelvariabele van het monetaire beleid. Toen tijdens de afgelopen jaren tijdelijke factoren echter de prognoses beïnvloedden, werden monetaire-beleidsbeslissingen gebaseerd op een beoordeling van UNIDX.

Tabel 12**Macro-economische indicatoren voor Zweden***(mutaties in procenten per jaar, tenzij anders aangegeven)*

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2001 kw 1	2001 kw 2	2001 kw 3	2001 kw 4
Reëel bbp	1,1	2,1	3,6	4,5	3,6	1,2	2,7	1,0	0,4	0,7
<i>Bijdrage tot de reële bbp-groei: ¹⁾</i>										
Reële binnenlandse vraag, met inbegrip van de voorraden	0,7	0,7	3,9	3,2	3,2	0,2	2,3	-0,2	-2,0	0,7
Netto-uitvoer	0,4	1,4	-0,3	1,3	0,4	1,0	0,4	1,2	2,4	0,1
HICP	0,8	1,8	1,0	0,6	1,3	2,7	1,6	3,0	3,1	3,0
Loonsom per werknemer	6,8	3,8	3,3	1,3	7,3	3,8	1,8	3,7	3,3	4,2
Arbeidskosten per eenheid product, gehele economie	5,1	0,7	0,9	-0,9	5,7	4,5	2,4	4,4	4,9	4,5
Invoerdeflator (goederen en diensten)	-4,2	0,7	-0,5	1,0	4,6	4,3	4,4	6,5	4,8	1,5
Lopende plus nieuwe kapitaalrekening (% bbp)	.	.	0,7	0,5	0,7	0,6	0,7	0,5	0,8	0,5
Totale werkgelegenheid	-0,6	-1,1	1,5	2,2	2,2	2,0	3,2	2,0	2,1	0,7
Werkloosheidsgraad (% beroepsbevolking)	9,6	9,9	8,3	7,2	5,9	5,1	5,3	5,0	4,9	5,1
Begrotingssaldo (% bbp) ^{2), 3)}	-3,4	-1,5	1,9	1,8	3,7	4,7	.	.	.	.
Geconsolideerde brutoschuld (% bbp) ²⁾	76,0	73,1	70,5	65,0	55,3	56,0	.	.	.	.
Driemaands rente (% per jaar) ⁴⁾	6,0	4,4	4,4	3,3	4,1	4,1	4,1	4,2	4,3	3,9
Rendement op tienjaars overheidsobligaties (% per jaar) ⁴⁾	8,0	6,6	5,0	5,0	5,4	5,1	4,8	5,2	5,3	5,1
Wisselkoers t.o.v. de ecu of de euro ^{4), 5)}	8,51	8,65	8,91	8,81	8,45	9,25	9,00	9,12	9,41	9,48

*Bronnen: Eurostat, Europese Commissie, nationale gegevens en berekeningen van de ECB.**Toelichting: De nationale rekeningen stemmen overeen met het ESR 95.**1) Procentpunten.**2) Overeenkomstig de definitie van het Verdrag van Maastricht.**3) Overheidsplus (+) of -deficit (-).**4) Gemiddelden per periode.**5) Nationale munteenheden per ecu tot eind 1998, daarna ten opzichte van de euro.*

2000 werd ingezet. De schuldquote in verhouding tot het bbp zal naar verwachting dalen tot 49,7% in 2002 en tot 47,3% in 2003.

Sinds 1993 voert de Sveriges Riksbank een flexibel wisselkoersbeleid, terwijl haar monetaire-beleidsvoering op een expliciete inflatiedoelstelling berust. Sinds 1995 wordt die inflatiedoelstelling gekwantificeerd als een verhoging van de CPI-inflatie met 2%, met een tolerantie van ± 1 procentpunt. In juni 2001 intervenieerde de Zweedse centrale bank op de valutamarkt tegen de achtergrond van een sterke depreciatie van de kroon. Samen met de effecten van een relatief hoge capaciteitsbezetting en onverwacht snelle prijsstijgingen die de inflatieverwachtingen hadden kunnen beïnvloeden, was de Sveriges Riksbank van oordeel dat het gevaar bestond dat de inflatiedoelstelling zou worden overschreden. Derhalve verhoogde zij de repo-rente op 5 juli met 0,25 procentpunt tot

4,25%. Na de terreuraanslagen in de Verenigde Staten en een scherpere internationale verdraging in het begin van de herfst, verminderte de Sveriges Riksbank de repo-rente vervolgens op 17 september met 0,5 procentpunt omdat het gevaar groter was geworden dat de voorspelde inflatie onder de doelstelling zou uitkomen.

Als gevolg van die wijzigingen van de officiële rente, stegen de korte geldmarkttarieven medio 2001 uit boven de vergelijkbare tarieven in het eurogebied (zie Grafiek 27). Gedurende het grootste gedeelte van het jaar volgde de lange-termijnrente de ontwikkelingen op de internationale kapitaalmarkten zonder enige duidelijke richting, terwijl het ecart met het eurogebied opliep van bijna -10 tot nagenoeg 40 basispunten aan het eind van 2001. Dat hield wellicht verband met een hogere wisselkoerspremie na de depreciatie van de kroon en de toegenomen internatio-

nale onzekerheid. Tot september depreciëerde de kroon met bijna 11% ten opzichte van de euro, maar tegen het eind van het jaar en in het begin van 2002 herstelde de kroon (zie Grafiek 28).

Verenigd Koninkrijk

In het Verenigd Koninkrijk vertraagde de gemiddelde reële bbp-groei tot 2,4%, tegen 3,0% in 2000, daar de externe malaise maar gedeeltelijk ongedaan werd gemaakt door de sterke binnenlandse vraag (zie Tabel 13). De geleidelijke vertraging was vooral het gevolg van een teruggang in de high-tech sectoren, vooral optische en elektronische apparatuur, een verzwakkende buitenlandse vraag en de aanhoudende sterkte van het pond sterling. Dat kwam eveneens tot uiting in een toegenomen divergentie tussen diverse economische sectoren, een groter tekort op de lopende rekening en een lagere spaarquote. Met name de productie in de verwerkende industrie noteerde een daling met 2,3% na een stijging met 1,9% in 2000, terwijl de groei van de toegevoegde waarde in de dienstensector met 4,0%, tegen 3,8% in 2000, robuust bleef.

De reële gezinsconsumptie groeide in 2001 met 4,2%, hetgeen maar iets hoger is dan het jaar ervoor (4,1%). Gestegen reële inkomens, hogere particuliere vermogens van de gezinnen en een krachtige kredietexpansie waren de voornaamste drijvende krachten. De stevigheid van de huizenmarkt hield verband met de lage reële rentetarieven en de toegenomen concurrentie op de hypotheekmarkt na eerdere financiële deregulering. De productie-groei kreeg tevens steun van een versnelling van de overheidsconsumptie van 1,9% in 2000 tot 2,4% in 2001, een indicatie van de vooruitgang die werd geboekt met het realiseren van de uitgavendoelstellingen van de overheid. De groei van de brutovorming van vast kapitaal liep terug van 4,9% in 2000 tot 1,1% in 2001. De bedrijfsinvesteringen werden gehinderd door een verslechtering van de financiële positie van de bedrijfssector en door de grotere onzekerheid over de vraagvooruitzichten. Laatstgenoemde factor

nootte de bedrijven ertoe hun voorraad-niveaus te verminderen, wat de reële bbp-groei met 0,1 procentpunt verminderde. De zwakte van de bedrijfsinvesteringen werd gedeeltelijk gecompenseerd door een versnelling van de overheidsinvesteringen, die een afspiegeling was van de plannen om de kapitaalvoorraad van de overheidssector te verbeteren. Het aandeel van de binnenlandse vraag in de reële bbp-groei beliep 3,3 procentpunten, iets minder dan in 2000. Voor het zesde achtereenvolgende jaar leverde de buitenlandse handel een negatieve bijdrage aan de groei; de export-groei liep immers terug van 10,3% in 2000 tot 0,8% in 2001. Ook de groei van de invoer liep terug, maar in mindere mate dan die van de uitvoer als gevolg van de aanhoudend krachtige binnenlandse vraag en de relatief sterke waarde van het pond sterling ten opzichte van de euro. De totale werkgelegenheid groeide op jaarbasis met 0,8%, iets minder dan de stijging in 2000, waardoor de werkloosheidsgraad verminderde van 5,4% in 2000 tot ongeveer 5% in 2001. In de tweede helft van het jaar vertoonde de arbeidsmarkt echter tekenen van verzwakking: de werkloosheidsgraad steeg lichtjes en de tekorten inzake sommige kwalificaties liepen enigszins terug. Over het algemeen bleef de werkloosheid echter stabiel en lager dan verwacht.

Nagenoeg het hele jaar door bleef de RIPX-inflatie onder het door de regering gestelde doel van 2,5%.² De HICP-inflatie steeg van 0,8% in 2000 tot 1,2% in 2001. De invoerprijzen daalden ietwat tegenover 2000. In de eerste helft van het jaar sorteerden de slechte weersomstandigheden en de mond- en klauwzeerepidemie een tijdelijk opwaarts effect op de inflatie. De inflatie werd getemperd door de gematigde ontwikkeling van de grondstoffen- en producentenprijzen. Voor de economie als geheel lieten de loonstijgingen op jaarbasis een lichte stijging optekenen in vergelijking met 2000, maar daarachter ging een robuuste groei van de basislonen schuil, die echter gecompenseerd werd door lagere bonussen. Gemiddeld steeg de groei op jaar-

² De RPIX wordt gedefinieerd als de detailhandelsprijzenindex ongerekend de hypotheekrente.

Tabel 13**Macro-economische indicatoren voor het Verenigd Koninkrijk***(mutaties in procenten per jaar, tenzij anders aangegeven)*

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2001 kw 1	2001 kw 2	2001 kw 3	2001 kw 4
Reëel bbp	2,6	3,4	3,0	2,1	3,0	2,4	3,0	2,7	2,2	1,7
<i>Bijdrage tot de reële bbp-groei: 1)</i>										
Reële binnenlandse vraag, met inbegrip van de voorraden	3,1	4,0	5,2	3,5	3,8	3,3	4,3	3,4	2,7	2,5
Netto-uitvoer	-0,4	-0,5	-2,2	-1,4	-0,7	-0,8	-1,3	-0,8	-0,5	-0,7
HICP	2,5	1,8	1,6	1,3	0,8	1,2	0,9	1,5	1,5	1,0
Loonsom per werknemer	3,3	4,3	5,1	4,7	4,1	.	5,7	5,1	5,2	.
Arbeidskosten per eenheid product, gehele economie	1,8	2,8	3,2	3,8	2,1	.	3,6	3,3	3,5	.
Invoerdeflator (goederen en diensten)	0,2	-7,1	-6,2	-2,5	0,5	-0,1	0,5	2,1	-0,2	-2,8
Lopende plus nieuwe kapitaalrekening (% bbp)	-2,4	-0,3	-1,6	-6,9	-6,2	.	-3,9	-4,1	-4,3	.
Totale werkgelegenheid	1,1	2,0	1,1	1,3	1,0	0,8	1,0	0,9	0,6	0,7
Werkloosheidsgraad (% beroepsbevolking)	8,0	6,9	6,2	5,9	5,4	.	5,0	4,9	5,0	.
Begrotingssaldo (% bbp) ^{2),3)}	-4,4	-2,0	0,4	1,3	1,8	0,9	.	.	.	.
Geconsolideerde brutoschuld (% bbp) ²⁾	52,3	50,8	47,6	45,2	42,4	39,0	.	.	.	.
Driemaands rente (% per jaar) ⁴⁾	6,0	6,8	7,3	5,4	6,1	5,0	5,6	5,2	4,9	4,1
Rendement op tienjaars overheidsobligaties (% per jaar) ⁵⁾	7,9	7,1	5,6	5,0	5,3	5,0	4,9	5,2	5,1	4,8
Wisselkoers t.o.v. de ecu of de euro ⁶⁾	0,81	0,69	0,68	0,66	0,61	0,62	0,63	0,61	0,62	0,62

*Bronnen: Eurostat, Europese Commissie, nationale gegevens en berekeningen van de ECB.**Toelichting: De nationale rekeningen stemmen overeen met het ESR 95. De HICP-gegevens vóór 1995 zijn op nationale definities gebaseerde ramingen en zijn niet volledig vergelijkbaar met de HICP-gegevens vanaf 1995.**1) Procentpunten.**2) Kalenderjaarramingen. Overeenkomstig de definitie van het Verdrag van Maastricht.**3) Kalenderjaarramingen. Overheids-surplus (+) of -deficit (-).**4) Gemiddelden per periode. Driemaands interbancaire deposito's in pond sterling.**5) Gemiddelden per periode. Bron: BIB.**6) Gemiddelden per periode. Nationale munteenheden per ecu tot eind 1998; daarna ten opzichte van de euro.*

basis van de loonkosten per eenheid product in de economie als geheel tegen het jaar voordien. Over het geheel genomen, lijkt de kostendruk vrij gematigd te zijn gebleven en de stijging van de inflatie kan een aanwijzing zijn geweest dat de detailhandelsmarges zich herstelden, wat wellicht verband hield met de aanhoudende sterkte van de particuliere consumptie.

Na de aanzienlijke verbetering van de algemene overheidsbegroting in de voorgaande jaren, die resulteerde in een overschot van 1,8% bbp (zonder UMTS-licenties) in 2000, liep het overschot in 2001 terug tot 0,9% bbp. Die vermindering was toe te schrijven aan een aanzienlijke stijging van de overheidsuitgaven, wat leidde tot een expansief begrotingsbeleid. De schuldquote daalde van 42,4% bbp in 2000 tot 39% in 2001. Het bijgewerkte

convergentieprogramma voorziet een verdere verruiming van het begrotingsbeleid, wat moet leiden tot tekorten van respectievelijk 0,2% en 1,1% bbp voor de begrotingsjaren 2001-2002 en 2002-2003. De schuldquote zou tijdens die jaren een gematigde daling vertonen tot respectievelijk 38,1% en 37,2%.

De Bank of England voert haar monetaire beleid in het kader van een vlottende wisselkoers en een expliciete en asymmetrische inflatiedoelstelling, die door de regering werd bepaald op een jaarlijkse stijging van de RIPX met 2,5%. In 2001 werd de officiële repo-rente zevenmaal en met in totaal 2 procentpunten verlaagd tot 4,0%. Die verlagingen vonden plaats in de context van een verzwakkende internationale omgeving, een achteruitgang in de verwerkende industrie en relatief gunstige inflatievooruitzichten. Als gevolg van die ren-

teverlagingen, bleef het korte-renteverschil ten opzichte van het eurogebied vernauwen, zij het in een lager tempo dan in 2000. De lange rente steeg in de eerste helft van het jaar en daalde vervolgens aan het einde van het jaar tot beneden het niveau van begin 2001. Gedurende het grootste gedeelte van het jaar bleef die rente onder de gemiddelde

tarieven van het eurogebied (zie Grafiek 27). De wisselkoers van het pond sterling ten opzichte van de euro schommelde rond een gemiddelde van GBP 0,62. De appreciatie van het pond sterling ten opzichte van de euro tijdens de eerste helft van het jaar tot GBP 0,59 werd grotendeels tenietgedaan door een depreciatie in juli en augustus.

Italië: **Verpakken van euromunten bij de Italiaanse Munt in Rome.**



Hoofdstuk V

Europese, multilaterale en bilaterale aangelegenheden

I Europese aangelegenheden

Ook in 2001 onderhield de ECB regelmatig contact met de Gemeenschapsinstellingen en relevante organen.¹ Conform Verdragsartikel 113 woonden vertegenwoordigers van de ECB diverse bijeenkomsten van de Ecofin-raad bij wanneer aangelegenheden met betrekking tot de doelstellingen en taken van de ECB aan de orde werden gesteld. In 2001 betroffen deze vooral de financiële markten en de voorbereiding van de globale richtsnoeren voor het economisch beleid. Ook maakte de Voorzitter van de Ecofin-raad bij diverse gelegenheden gebruik van de mogelijkheid deel te nemen aan bijeenkomsten van de Raad van Bestuur van de ECB. In dit verband wordt opgemerkt dat gedurende de eerste helft van 2001, toen het Voorzitterschap van de Europese Raad bekleed werd door Zweden, een lidstaat met een derogatie, de Voorzitter van de Eurogroep de bijeenkomsten namens de Voorzitter van de Ecofin-raad heeft bijgewoond. Verder nam een lid van de Europese Commissie deel aan de bijeenkomsten van de Raad van Bestuur.

Naast deze conform Verdragsartikel 113 onderhouden contacten, werden de President van de ECB en de presidenten van de nationale centrale banken uitgenodigd drie informele bijeenkomsten van de Ecofin-raad bij te wonen, die in april in Malmö (Zweden) en in september en december 2001 in respectievelijk Luik en Laeken (België) werden gehouden. De bijeenkomst in Malmö bood de ministers van de Ecofin-raad, de presidenten van de nationale centrale banken van de lidstaten en de President van de ECB de gelegenheid tot een gedachtewisseling met hun collega's uit de dertien kandidaat-lidstaten. Tijdens de bijeenkomst in Luik konden de economische gevolgen van de terreuraanslagen op de Verenigde Staten op 11 september 2001 diepgaand worden besproken en beoordeeld. Daarnaast werd de President van de ECB uitgenodigd voor een gedachtewisseling met de staatschefs en regeringsleiders van de EU tijdens de in oktober in Gent gehouden informele bijeenkomst van de Europese Raad. Bij deze gelegenheid concentreerde de discussie zich

op de algehele economische toestand en het stadium van de voorbereidingen voor de invoering van eurobankbiljetten en -munten.

Net als in het verleden woonde de ECB regelmatig bijeenkomsten van de Eurogroep bij. Deelname aan deze bijeenkomsten geeft de ECB de gelegenheid een open en informele beleidsdialoog aan te gaan met de ministers van financiën van de lidstaten van het eurogebied en de Commissaris voor Economische en Monetaire aangelegenheden. De besprekingen binnen de Eurogroep concentreerden zich wederom op de algehele economische vooruitzichten voor het eurogebied, de begrotingsontwikkelingen in individuele lidstaten van het eurogebied en, met toenemende intensiteit, de vorderingen van de noodzakelijke structurele hervormingen. Daarnaast volgde de Eurogroep in 2001 met name de voorbereidingen voor de overgang op de chartale euro.

Naast de bovenbeschreven betrekkingen op politiek niveau, nam de ECB ook deel aan het werk van het Economisch en Financieel Comité en het Comité voor Economisch Beleid. Via het lidmaatschap van deze comités, die de Ecofin-raad en de Eurogroep van analyses en adviezen voorzien, kon de ECB haar deskundigheid inzetten bij de diverse economische-beleidsprocedures en het multilaterale toezicht op het economisch beleid. In dit kader nam de ECB onder andere deel aan de voorbereiding van de globale richtsnoeren voor het economische beleid en de beoordeling van de stabiliteits- en convergentieprogramma's van de lidstaten. Daarnaast droeg de ECB bij tot diverse andere activiteiten van deze comités, waaronder de verfijning van analytische instrumenten en methoden en het uitgebreide landenverslag van het Comité voor Economisch Beleid. Aangezien dit verslag de basis vormt voor het jaarverslag van het Comité met betrekking tot structurele hervormingen, krijgt de ECB via haar bijdrage aan

¹ De betrekkingen van de ECB met het Europees Parlement worden in Hoofdstuk XI van dit jaarverslag besproken.

deze werkzaamheden niet alleen een verhelderend inzicht in het proces van structurele hervormingen, maar ook de gelegenheid om haar opvattingen met de lidstaten te delen.

Ook heeft de ECB wederom de tweejaarlijkse Macro-economische Dialoog bijgewoond, op zowel technisch als politiek niveau. Conform het door de Europese Raad in Keulen gegeven mandaat bespraken vertegenwoordigers van de lidstaten, de Europese Commissie, de ECB, centrale banken van buiten het eurogebied en de sociale partners op EU-niveau de economische vooruitzichten en de daarmee samenhangende uitdagingen voor het beleid. Aldus werd de Macro-economische Dialoog opnieuw een forum voor een informele gedachtewisseling en het kweken van wederzijds begrip onder de deelnemers.

Ten slotte onderhield de ECB wederom nauwe werkrelaties met de Europese Commissie. Afgezien van regelmatige contacten in werkverband over een veelheid aan onderwerpen werden over en weer bezoeken afgelegd door de Voorzitter van de Europese Commissie en de Commissaris voor Economische en Monetaire Aangelegenheden en leden van de Directie.

Van de brede reeks onderwerpen die besproken zijn door de Europese instellingen en organen waarmee de ECB nauwe contacten onderhoudt worden de volgende vanwege hun economische en institutionele belang genoemd.

1.1 Ontwikkeling van het economische-beleidskader

In het derde jaar van de derde fase van de EMU is het economische-beleidskader, dat voorziet in de toewijzing van beleidsverantwoordelijkheden, multilaterale procedures en gemeenschappelijke beleidsinstrumenten, verder ontwikkeld en verfijnd.² Bijzondere aandacht werd besteed aan de verbetering van de globale richtsnoeren voor het economisch beleid als instrument om het economisch beleid binnen de lidstaten te sturen en aan

procedurele en methodologische verfijningen van het Stabiliteits- en Groeipact. Verder werd het gebruik van de door de Europese Raad in Lissabon ingestelde open coördinatiemethode uitgewerkt, in het bijzonder door in toenemende mate te refereren aan indicatoren en precieze tijdschema's voor het behalen en beoordelen van vorderingen op een groeiend aantal beleidsterreinen.

De globale richtsnoeren voor het economisch beleid van 2001

Voor het opstellen van de globale richtsnoeren voor het economisch beleid heeft de Gemeenschap voor het eerst gebruik gemaakt van de door de Europese Raad in Lissabon ingestelde procedure. Dienovereenkomstig heeft een breder scala aan Raads-groeperingen aan de richtsnoeren bijgedragen, waaronder naast de Ecofin-raad, de Raad voor Werkgelegenheid en Sociaal Beleid, en de Interne-marktraad. Bovendien heeft, conform de afspraak dat de Europese Raad een overwegend begeleidende en coördinerende rol zou spelen met betrekking tot de samenhang van de globale richtsnoeren en het effectief volgen van de vorderingen ten aanzien van de tenuitvoerlegging daarvan, de in maart in Stockholm gehouden Europese Raad richting gegeven aan de voornaamste onderwerpen in de globale richtsnoeren van 2001.

De Europese Commissie heeft een uitgebreid verslag gepresenteerd over de implementatie van de globale richtsnoeren van het jaar daarvoor. Haar implementatieverslagen, die conform Verdragsartikel 99, lid 3, worden opgesteld, dienen om een juist en gedetailleerd beeld te geven van de wijze waarop de globale richtsnoeren feitelijk zijn uitgevoerd. Zo kunnen zowel prestaties als fiasco's en vertragen met betrekking tot de tenuitvoerlegging van de globale richtsnoeren worden belicht, en als basis dienen voor de formulering van nieuwe richtsnoeren voor het volgende jaar. Het is van wezenlijk belang dat nauwgezet

² In het ECB Maandbericht van november 2001 staat een artikel over "Het economische-beleidskader binnen de EMU".

wordt gevolgd of de aanbevelingen in de globale richtsnoeren worden nageleefd zodat de Ecofin-raad ingeval van niet-naleving van de globale richtsnoeren door een individuele lidstaat of ingeval het beleid van een lidstaat het functioneren van de Economische en Monetaire Unie in gevaar zou brengen kan besluiten krachtens Verdragsartikel 99, lid 4, een specifieke aanbeveling te doen. In 2001 heeft de Ecofin-raad voor het eerst krachtens deze voorziening een aanbeveling gedaan, die tot doel heeft te verzekeren dat de globale richtsnoeren worden nageleefd.

Verfijning van de tenuitvoerlegging van het Stabiliteits- en Groeipact

Binnen de EMU hebben de lidstaten zich conform Verdragsartikel 104 verplicht om buitensporige tekorten te voorkomen. Bovendien is aan hun begrotingsbeleid vorm gegeven in overeenstemming met de regels van het Stabiliteits- en Groeipact. Conform dit pact dienen de lidstaten van het eurogebied jaarlijks een stabiliteitsprogramma in bij de EU-raad en de Europese Commissie, waarin zij de informatie verschaffen die nodig is voor het multilaterale toezicht op hun begrotingsbeleid. In dit stabiliteitsprogramma moet de lidstaat de doelstelling van het begrotingsbeleid op de middellange termijn, namelijk een begrotingspositie van nabij evenwicht of in overschot, en de wijze waarop deze doelstelling bereikt zal worden, uiteenzetten. Het programma moet ook een beschrijving bevatten van de economische-beleidsmaatregelen die genomen (zullen) worden om deze doelstelling te bewerkstelligen en de belangrijkste aannames ten aanzien van de verwachte economische ontwikkelingen uiteenzetten, alsook de wijze waarop wijzigingen in deze aannames de begrotingsuitkomsten zouden beïnvloeden. Dienovereenkomstig dienen de lidstaten die geen deel uitmaken van het eurogebied convergentieprogramma's in die vergelijkbare informatie bevatten, alsook informatie over de monetaire-beleidsdoelstellingen voor de middellange termijn. De stabiliteits- en convergentieprogramma's worden bestudeerd door de EU-raad, die de juistheid van de doel-

stellingen, aannames en maatregelen beoordeelt, met name met het oog op het voorkomen van buitensporige tekorten. Daarnaast bekijkt de EU-raad of de programma's consistent zijn met de globale richtsnoeren.

Gezien de centrale rol van de stabiliteits- en convergentieprogramma's in het multilaterale-toezichtsproces moeten deze de juiste inhoud hebben en onderling vergelijkbaar zijn. Daarom heeft het Monetaire Comité (de voorganger van het Economisch en Financieel Comité) een Opinie en een gedragscode ten aanzien van de inhoud en de samenstelling van de stabiliteits- en convergentieprogramma's aangenomen, die op 12 oktober 1998 door de Ecofin-raad zijn bevestigd. De gedragscode dient als checklist voor de lidstaten bij de voorbereiding van hun stabiliteits- en convergentieprogramma's en bevat duidelijke richtlijnen ten aanzien van de informatie die verschaft moet worden omtrent onder andere de begrotingsdoelstellingen, de onderliggende aannames, beleidsmaatregelen en een gevoeligheidsanalyse.

In 2001 heeft het Economisch en Financieel Comité de sinds de invoering van de gedragscode opgedane ervaring met de beoordeling van stabiliteits- en convergentieprogramma's tegen het licht gehouden. Het Comité was van mening dat ofschoon de gedragscode van 1998 over het algemeen goed had gewerkt op enkele punten verbeteringen aangebracht zouden kunnen worden. Daarom heeft het Comité een nieuwe Opinie uitgebracht en een nieuwe gedragscode aangenomen. Deze aanpassingen zijn op 10 juli 2001 tijdens de bijeenkomst van de Ecofin-raad goedgekeurd. Met de nieuwe Opinie en de aangepaste gedragscode zijn hun voorgangers op de volgende wijze geactualiseerd en herzien:

- Om te beginnen zijn de herziene Opinie en de aangepaste gedragscode duidelijker over de verhouding van de globale richtsnoeren tot het Stabiliteits- en Groeipact. Met name wordt benadrukt dat de stabiliteits- en convergentieprogramma's in overeenstemming moeten zijn met de globale richtsnoeren, die het overkoepelende

instrument van de economische-beleidscoördinatie vormen.

- Ten tweede wordt met de herziene *Opinie* en de aangepaste gedragscode de basis gelegd voor grotere uniformiteit van de behandeling van de lidstaten. De inhoud en de samenstelling van de stabiliteits- en convergentieprogramma's zijn meer gestandaardiseerd. De lidstaten moeten voldoen aan minimale vereisten ten aanzien van de te verschaffen informatie, die door het Economisch en Financieel Comité zijn overeengekomen en als bijlage bij de gedragscode zijn gevoegd. Waar mogelijk moeten alle lidstaten dezelfde aannames hanteren ten aanzien van de externe economische omgeving. Ten slotte moeten de stabiliteits- en convergentieprogramma's zowel eerder als binnen een kortere periode worden ingediend. Dit geeft de Ecofinraad de mogelijkheid alle stabiliteits- en convergentieprogramma's binnen twee opeenvolgende sessies te examineren.
- Ten derde wordt in de herziene *Opinie* en de aangepaste gedragscode rekening gehouden met de conclusies van de Europese Raad in Lissabon en in Stockholm met betrekking tot de kwaliteit van de overheidsfinanciën en de budgettaire consequenties van de vergrijzing. In de stabiliteits- en convergentieprogramma's moeten derhalve de maatregelen ter verbetering van de kwaliteit van de overheidsfinanciën vermeld worden. Ook moeten de budgettaire consequenties van de vergrijzing op de langere termijn beschreven worden alsook de strategie waarmee men dit probleem denkt aan te pakken.

1.2 Hervorming van de financiële markten

Sinds de invoering van de euro is in toenemende mate aandacht besteed aan het verwijderen van de nog bestaande belemmeringen in de totstandkoming van een waarlijk gemeenschappelijke markt voor financiële diensten, opdat de voordelen van de gemeen-

schappelijke munt ten volle kunnen worden benut. In maart 2000 hebben de staatshoofden en de regeringsleiders in Lissabon de ambitieuze doelstelling gesteld om de EU tot de meest concurrerende en dynamische, op kennis gebaseerde, economie ter wereld te maken. Om deze doelstelling te kunnen verwezenlijken moet onder andere de interne markt voor financiële diensten sneller tot stand komen. In 2001 zijn in dit kader belangrijke verdere stappen gezet. De Europese Raad in Stockholm heeft bijvoorbeeld opgeroepen tot een snellere tenuitvoerlegging van het Actieplan voor Financiële Diensten en het Lamfalussy-rapport betreffende maatregelen om de tenuitvoerlegging van regelingen die nodig zijn voor de totstandbrenging van een efficiënte Europese effectenmarkt te bespoedigen, goedgekeurd.

Het Actieplan voor Financiële Diensten

De Europese Raad in Stockholm heeft opgeroepen tot de volledige tenuitvoerlegging van het Actieplan voor Financiële Diensten vóór 2005, zodat de nog bestaande onvolkomenheden op de Europese markt voor financiële diensten kunnen worden geëlimineerd. Zo is meer politieke druk op dit in 1999 gelanceerde cruciale project komen te liggen.

Het Actieplan voor Financiële Diensten voorziet in richtlijnen voor de maatregelen die met betrekking tot de financiële markten moeten worden genomen, in die zin dat in dit plan de gebieden waar vorderingen moeten worden gemaakt worden aangewezen en dat steun geboden wordt voor de tenuitvoerlegging van die maatregelen. De bereikte resultaten worden regelmatig beoordeeld door de Europese Commissie, met steun van de *Financial Services Policy Group* waarin ook de ECB vertegenwoordigd is. In het vijfde, in december 2001 uitgebrachte, voortgangsrapport over de tenuitvoerlegging van het Actieplan stelde de Commissie dat aanzienlijke vorderingen zijn gemaakt. Van de 42 in het Actieplan genoemde maatregelen waren 25 sinds 1999 ingevoerd, of zouden op dat moment binnenkort worden ingevoerd. In 2001 namen de

EU-raad en het Europees Parlement wetgeving aan met betrekking tot het Europees bedrijfsstatuut, witwassen en instellingen voor collectieve belegging in effecten (ICBE's). Van de overige 17 maatregelen betreffen slechts zes wetsvoorstellen die nog door de Commissie moeten worden ingediend, waaronder de herziening van het raamwerk voor de kapitaaltoereikendheid van banken en beleggingsinstellingen, en de Richtlijn beleggingsdiensten. De verantwoordelijkheid voor de snelle tenuitvoerlegging van het Actieplan is nu dus vooral verschoven naar de EU-raad en het Europees Parlement, die de nodige wetgeving op basis van de door de Commissie ingediende voorstellen moeten aannemen. In dit verband is in december 2001 binnen de EU-raad overeenstemming bereikt over vier voorstellen betreffende het op afstand verkopen van financiële diensten, financieel onderpand, marktmisbruik, en internationale *accounting standards*. Het vijfde voortgangsrapport van de Commissie vermeldt echter ook dat diverse belangrijke kwesties nog altijd voortstlepen. Deze betreffen met name het gebrek aan tastbare vooruitgang ten aanzien van de Richtlijn pensioenfondsen en het voorstel voor een Richtlijn overnamebiedingen, dat na twaalf jaar onderhandelen door het Europees Parlement is afgewezen. Ondanks de tot nu toe geboekte vooruitgang is daarom grotere besluitvaardigheid geboden wil men het Actieplan op tijd ingevoerd zien. Hiertoe heeft de Commissie in februari 2002 het initiatief tot een tussenbalans genomen.

Het Lamfalussy-rapport

Met de goedkeuring van de in het rapport van het comité van wijze mannen voorgestelde maatregelen met betrekking tot regulering van de Europese effectenmarkten heeft de Europese Raad in Stockholm ook aangegeven belang te hechten aan een snelle totstandkoming van een waarlijk geïntegreerde effectenmarkt (die vóór 2003 gerealiseerd zou moeten worden). Het comité van wijze mannen, onder voorzitterschap van de heer Lamfalussy, werd in juli 2000 opgericht om te onderzoeken hoe men tot een effectievere

aanpak zou kunnen komen van de tenuitvoerlegging van regels om een efficiënte effectenmarkt in de EU tot stand te brengen. Het Lamfalussy-rapport, dat in februari 2001 werd gepubliceerd na uitgebreid overleg waartoe ook de ECB heeft bijgedragen, bevat een voorstel voor de gelaagde wijze van aanpak (op vier niveaus) van de invoering van regels met betrekking tot de effectenmarkt en het volgen van de juiste tenuitvoerlegging. Het rapport stelde tevens de oprichting van twee nieuwe comités voor, te weten het *European Securities Committee* met zowel regelgevende en adviserende functies, en het adviserende *Committee of European Securities Regulators*. Tegen deze achtergrond ziet de aanpak op vier niveaus er als volgt uit. Op het eerste niveau worden de basisprincipes van de wetgeving opgesteld in de vorm van richtlijnen en verordeningen; op dit niveau zal het *European Securities Committee* de Commissie bijstaan bij het formuleren van haar voorstellen. Op het tweede niveau neemt de Commissie de uitvoeringswetgeving aan met behulp van het *European Securities Committee* volgens een specifieke procedure. Daarbij zal het *Committee of European Securities Regulators* de Commissie van technisch advies voorzien bij de voorbereiding van haar voorstellen. Op het derde niveau wordt verzekerd dat de Gemeenschapswetten efficiënt en consistent worden geïnterpreteerd. Deze taak zal door het *Committee of European Securities Regulators* worden vervuld. Op het vierde niveau ten slotte zal de Commissie onderzoeken of de Gemeenschapswetten door de lidstaten worden nageleefd.

Na de goedkeuring van het Lamfalussy-rapport door de Europese Raad in Stockholm zijn de twee comités opgericht. Het *European Securities Committee* bestaat uit vertegenwoordigers van de ministeries van financiën van lidstaten en wordt voorgezeten door de Europese Commissie. Het *Committee of European Securities Regulators*, dat onafhankelijk van de Commissie opereert, bestaat uit de hoofden van de nationale organen die belast zijn met effectenregulering en -toezicht. In september 2001 heeft dit comité de activiteiten en het secretariaat van het informele

Forum of European Securities Commissions overgenomen. De ECB neemt als waarnemer aan de bijeenkomsten van het *European Securities Committee* deel en kan conform de statuten van het *Committee of European Securities Regulators* uitgenodigd worden diens bijeenkomsten, indien relevant, bij te wonen.

De Commissie heeft voorstellen ingediend voor twee nieuwe Richtlijnen betreffende prospectussen en marktmisbruik³, die overeenkomstig de nieuwe regels moeten worden aangenomen en uitgevoerd. Conform Verdragsartikel 105, lid 4, heeft de ECB op respectievelijk 18 en 22 november 2001 advies uitgebracht over de twee voorstellen. In haar advies over het voorstel voor de Richtlijn betreffende prospectussen noemt de ECB het voorstel een effectieve manier om de integratie van de Europese financiële markten te bevorderen. Krachtens het voorstel zal de markt meer mogelijkheden krijgen om binnen de EU kapitaal aan te trekken en zullen de bestaande belemmeringen met betrekking tot het over de grens aanbieden van effecten worden weggenomen. De ECB merkte echter ook op dat een hoog niveau van *disclosure*

gewogen moet worden tegen de noodzaak van een efficiënt emissieproces, waarbij de kosten in verhouding staan tot de omvang van het uitgevende bedrijf en het soort effecten dat uitgegeven wordt. In haar advies over het voorstel voor een Richtlijn betreffende marktmisbruik noemde de ECB het voorstel een bijdrage tot de invoering van deugdelijke en consistente standaarden, die de integriteit van de Europese financiële markten verder moeten bevorderen, het vertrouwen van beleggers moeten vergroten en goedfunctionerende markten moeten verzekeren.

Op 5 februari 2002 hebben de Commissie en het Europees Parlement overeenstemming bereikt over een aantal resterende institutionele kwesties rond de Lamfalussy procedure, met name met betrekking tot de rol van het Europees Parlement bij de vaststelling van uitvoerende wetgeving. Hiermee werd de laatste hindernis weggenomen ten aanzien van de toepassing van de Lamfalussy procedure bij de vaststelling van wetgeving met betrekking tot de financiële markten, te beginnen met de eerdergenoemde Richtlijnen aangaande prospectussen en marktmisbruik.

2 Multilaterale aangelegenheden

In 2001 nam het Eurosysteem wederom deel aan de activiteiten van internationale organisaties en fora die betrekking hadden op monetaire, financiële en economische aangelegenheden. In de praktijk hebben zich ten opzichte van de beschrijving in het Jaarverslag voor 1999 vrijwel geen veranderingen voorgedaan ten aanzien van de internationale vertegenwoordiging en samenwerkingsverbanden van de ECB. De werkrelaties met diverse internationale organisaties en fora werden geïntensiveerd. In dit verband kunnen met name het door het IMF gepubliceerde *Report on the Observance of Standards and Codes (ROSC)* voor het eurogebied en het eerste door de OESO opgestelde *Economic Survey of the Euro Area* (zie paragraaf 2.2) worden genoemd. De financiële betrekkingen met het IMF werden versterkt toen het IMF en de ECB, als voorgeschreven houder, op 18 april 2001 een aan-

koop- en verkoopregeling voor bijzondere trekkingsrechten afspraken. Krachtens deze regeling kan het IMF transacties in bijzondere trekkingsrechten tussen de ECB en andere houders van bijzondere trekkingsrechten initiëren, en zo bijdragen tot een soepel beheer van de desbetreffende afdeling van het IMF.

2.1 Multilateraal en bilateraal toezicht op het macro-economisch beleid

Het Eurosysteem neemt deel aan reguliere wederzijdse beoordelingen (multilateraal toe-

³ Voorstellen van de Commissie voor Richtlijnen van het Europees Parlement en van de Raad (i) betreffende de prospectus die gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of voor de handel worden toegelaten en (ii) betreffende handelen met voorkennis en manipulatie door de markt (marktmisbruik).

zicht) en de consultaties met internationale instellingen (bilateraal toezicht) over monetaire, financiële en economische ontwikkelingen en beleidslijnen, waardoor het beter in staat is de invloed van externe ontwikkelingen op variabelen in het eurogebied te analyseren. Deze procedures voorzien niet in internationale coördinatie vooraf van het gemeenschappelijke monetaire beleid met het beleid dat door landen buiten het eurogebied wordt gevoerd. Een dergelijke coördinatie vooraf, die verder gaat dan een reguliere uitwisseling van informatie en standpunten onder belangrijke beleidsmakers zou in strijd zijn met het mandaat van het Eurosysteem, namelijk om de prijsstabiliteit in het eurogebied te handhaven, alsook met zijn onafhankelijkheid.

Multilateraal toezicht

De waarnemer van de ECB heeft met andere beleidsmakers binnen multilaterale organisaties en fora deelgenomen aan de uitwisseling van informatie en standpunten. Dankzij de regelmatige bijeenkomsten over monetaire, financiële en economische ontwikkelingen en beleidslijnen in de belangrijkste economische regio's ontstaat onder andere een duidelijker beeld van het huidige beleid in het eurogebied en van de invloed van externe ontwikkelingen op de economie van het eurogebied. Een aantal van deze bijeenkomsten is voorbereid op EU-niveau, onder andere door het Economisch en Financieel Comité.

In 2001 was er tijdens diverse internationale bijeenkomsten gelegenheid voor dergelijke multilaterale gedachtewisselingen. De President van de ECB heeft tezamen met het voorzitterschap van de Eurogroep het eurogebied vertegenwoordigd bij die sessies van de bijeenkomsten van de ministers van financiën en de centrale-bankpresidenten van de G-7 die gewijd waren aan toezicht en wisselkoersaanlegenheden. De President van de ECB heeft ook binnen een aantal andere informele fora, zoals die van de ministers van financiën en de centrale-bankpresidenten van de G-10 en G-20, deelgenomen aan overleg over de toestand van de wereldeconomie.

De ECB (*observer*) heeft deelgenomen aan de reguliere besprekingen van de Bewindvoerders van het IMF over de ontwikkelingen in de wereldeconomie en de markten, alsook aan de discussies door de Bewindvoerders over de *World Economic Outlook* (mei, oktober en december 2001).

De ECB heeft deelgenomen aan het *Economic Policy Committee* van de OESO, waar de kortetermijnvooruitzichten voor de wereldeconomie en de beleidsvereisten voor de nabije toekomst werden besproken, en leverde zo een bijdrage aan de voorbereidingen voor het *Economic Outlook* van de OESO (juni en november 2001). Daarnaast heeft dit comité ook het op het bevorderen van de groei gerichte economische beleid beoordeeld en de beleidsimplicaties van de tendensen met betrekking tot sparen en investeren besproken. De ECB nam verder deel aan bijeenkomsten van onder het comité vallende subcomités en werkgroepen.

Bilateraal toezicht

Het Eurosysteem heeft tezamen met het IMF en de OESO bijgedragen aan bilaterale beoordelingen van het monetaire, financiële en economische beleid. In 2001 hebben stafleden van het IMF twee Artikel IV-rapportages voorbereid met betrekking tot het monetaire en wisselkoersbeleid van het eurogebied, ter aanvulling op de nationale consultaties over andere beleidsterreinen, met name het begrotings- en het structuurbeleid. Het eerste rapport is ter informatie aan de Raad van Bewindvoerders van het IMF gepresenteerd en in april 2001 gepubliceerd. Het tweede is door de Raad van Bewindvoerders van het IMF besproken en in november 2001 uitgegeven, tegelijk met een *Public Information Notice* waarin de beoordeling van de Raad werd samengevat.⁴ De Raad van Bewindvoerders van het IMF stelde dat, tegen de achtergrond van een synchrone neergang wereldwijd, de economische bedrijvigheid van het eurogebied minder veerkrachtig is gebleken dan ver-

⁴ Zie de website van het IMF, <http://www.imf.org>.

wacht, maar dat de macro-economische *fundamentals* bij afwezigheid van enstige onevenwichtigheden gezond blijven. Wat het monetaire beleid betreft merkten zij op dat de risico's voor de prijsstabiliteit afnamen en dat de ECB er goed aan had gedaan een aanzienlijk deel van de in 2000 ondernomen monetaire verkrapping weer ongedaan te maken. Zij prezen de ECB, die in samenspraak met de Fed en andere centrale banken, snel actie had genomen om het vertrouwen te schragen en het bankwezen na de gebeurtenissen van 11 september van voldoende liquiditeit te voorzien. De oriëntatie van het Stabiliteits- en Groeipact op de middellange termijn werd onderschreven als zijnde een bijdrage tot het vertrouwen in een gezond begrotingsbeleid. Om het groeipotentieel van het eurogebied te bevorderen werd aanbevolen om met name op de arbeidsmarkt verdere structurele hervormingen door te voeren. Daarnaast publiceerde het IMF in november 2001 door zijn stafleden geschreven achtergronddocumenten met betrekking tot voor het eurogebied relevante aangelegenheden, zoals de eerste pijler van de monetaire-beleidsstrategie van de ECB, het effect van externe schokken op de inflatie in het eurogebied, de wisselkoers van de euro, en de raming van de potentiële productie.

In het kader van het Artikel IV-overleg heeft het IMF ook een *Report on Observance of Standards and Codes* (ROSC) voor het eurogebied (zie Kader 9) opgesteld.

In april 2001 heeft de OESO haar eerste *Economic Survey of the Euro Area* uitgegeven, dat onder andere gebaseerd was op de resultaten van een bezoek aan de ECB. Het *Economic and Development Review Committee* van de OESO, waarin het voorzitterschap van de Eurogroep, de Europese Commissie en de ECB de Europese Gemeenschap gezamenlijk vertegenwoordigden, was verantwoordelijk voor de afronding van het *Survey*. In het *Survey* wordt geconstateerd dat externe ontwikkelingen bezorgdheid hadden opgeroepen ten aanzien van de macro-economische vooruitzichten voor het eurogebied, ofschoon het eurogebied als geheel beter bestand is tegen

dergelijke externe schokken dan de individuele landen voordien. Wat het monetaire beleid betreft werd in het overzicht de monetaire toestand besproken, die als relatief accommoderend werd bestempeld, alsook enkele aspecten van het monetaire-beleidskader, waaronder de publicatie van door stafleden van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties.

2.2 Het volgen van ontwikkelingen op de financiële markten wereldwijd

De stabiliteit van de financiële markten wereldwijd

Aangezien het Eurosysteem krachtens het Verdrag moet bijdragen tot de soepele tenuitvoerlegging van het door de bevoegde autoriteiten gevoerde beleid met betrekking tot het bedrijfseconomisch toezicht op kredietinstellingen en de stabiliteit van het financiële stelsel, besteedde de ECB wederom speciale aandacht aan de binnen de internationale financiële instellingen en fora verrichte werkzaamheden die betrekking hebben op de ontwikkelingen op de mondiale financiële markten. De ECB nam deel aan de reguliere evaluaties van marktontwikkelingen door het *Financial Stability Forum*, waar van gedachten werd gewisseld over de kwetsbaarheden van de binnenlandse en internationale financiële stelsels, en het *Committee on the Global Financial System*, dat tot taak heeft mogelijke bronnen van kwetsbaarheid aan te wijzen en veranderingen in de operationele infrastructuur van de financiële markten te beoordelen. Binnen de OESO nam de ECB wederom deel aan de beoordelingen van het *Financial Markets Committee* van structurele ontwikkelingen op de mondiale financiële markten. In het *International Capital Markets Report* (augustus 2001) beoordeelde het IMF financiële-marktontwikkelingen. Tijdens de voorbereidingen van dit rapport bezocht een IMF-delegatie de ECB om recente ontwikkelingen op de Europese financiële markten te bespreken, waarbij speciale nadruk werd gelegd op financiële integratie en het op financiële stabiliteit gerichte beleid.

Kader 9

Report on Observance of Standards and Codes (ROSC) voor het eurogebied

Op verzoek van de ECB heeft het IMF voor het eurogebied een *Report on Observance of Standards and Codes (ROSC) on selected Codes and Core Principles* (november 2001) opgesteld. Door aan dit project deel te nemen gaven de ECB en het Eurosysteem aan dat zij zich geïnteresseerd hebben aan de naleving van internationale standaarden en codes, alsook dat zij de inspanningen van de internationale financiële instellingen om de naleving van *best practices* te bevorderen, steunen. Hun deelname moet ook gezien worden als een aanvulling op de ROSC of de *Financial Sector Assessment Programme (FSAP)* modules die op het niveau van de individuele lidstaten van het eurogebied voorbereid waren.

In het ROSC wordt de transparantie van het monetaire beleid en van het toezicht op de betalingssystemen beoordeeld op basis van de *Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies* van het IMF, alsook de mate waarin de twee belangrijkste betalingssystemen van het eurogebied, te weten TARGET en Euro 1, voldoen aan de *Core Principles for Systematically Important Payment Systems*. De staf van het IMF stelde vast dat het Eurosysteem in zeer hoge mate voldoet aan de eisen die ten aanzien van de transparantie van het monetaire beleid en van het toezicht op betalingssystemen gesteld worden. Men constateerde dat de ECB een omvangrijk publicatie- en *public relations* programma heeft en uitgebreide informatie verschaft over haar beleid, procedures en werkwijzen. De staf van het IMF was met name van mening dat het Maandbericht en andere berichtgeving omtrent beleidsbesluiten de koers van het monetaire beleid op een open en tijdige wijze aan het publiek kenbaar maken. De staf van het IMF was echter ook van mening dat op sommige punten verbeteringen zouden kunnen worden aangebracht. Om aan de vereisten conform het *Special Data Dissemination Standard* van het IMF te voldoen beval de staf van het IMF met name aan de lijst met publicatiedata van monetaire statistieken met één maand te verlengen. Met ingang van september 2001 voldoet de ECB aan deze aanbeveling. De staf van het IMF was ook van mening dat een aanvullende toelichting op de toewijzing van de verantwoordelijkheid voor het wisselkoersbeleid nuttig zou kunnen zijn. Tenslotte beval het IMF enkele verbeteringen aan met betrekking tot de informatie die over bepaalde aspecten van het centrale bankieren wordt verschaft.

Wat de betalingssystemen betreft werd in het ROSC geconcludeerd dat Euro 1 aan alle *Core Principles* voldoet. TARGET voldoet aan vrijwel alle *Core Principles* en wordt gezien als een effectief medium voor de overdracht van gelden binnen de EU, dat bijdraagt tot een soepele tenuitvoerlegging van het monetaire beleid binnen het eurogebied. Niettemin hebben de stafleden van het IMF mogelijkheden voor verdere verbeteringen aangegeven met betrekking tot de operationele betrouwbaarheid, de risicobeoordeling, consultatieprocedures, efficiëntie en het bestuur (zie paragraaf 2 in Hoofdstuk VII).

Specifieke initiatieven om de financiële stabiliteit te bevorderen

Een aantal internationale organisaties en fora waarin de ECB deelneemt heeft zich verdiept in specifieke met het functioneren van de internationale financiële markten samenhangende onderwerpen. Speciale aandacht werd besteed aan anti-witwasinitiatieven en maatregelen om het financieren van terroristische activiteiten tegen te gaan, vooral na de gebeurtenissen van 11 september 2001.

De ECB nam deel aan diverse comités die onder de auspiciën van de centrale-bankpre-

sidenten van de G-10-landen opereren. Het Bazelse Comité van Toezichthouders heeft zich wederom beziggehouden met een grondige herziening van het raamwerk voor de kapitaaltoereikendheid (in Hoofdstuk VIII worden de herzieningen en detail besproken). Het *Committee on the Global Financial System* heeft de financiering van de nieuwe economie geanalyseerd, de liquiditeitsverhoudingen in de markt onder de loep genomen en recente veranderingen in de belangrijkste markten voor vastrederende waarden bestudeerd. De Afgevaardigden van de G-10 zijn twee onderzoeken aan het voorbereiden, één over de juridische onderbouwing van financiële mark-

ten met het doel om hun veerkracht ingeval van financiële nood te bevorderen en nog één over de micro-economische determinanten van de ontwikkelingen van activaprijzen. De ECB was ook betrokken bij de werkzaamheden van zowel het *Committee on Payment and Settlement Systems*, dat voorgezeten wordt door een lid van de Directie van de ECB, als het *Gold and Foreign Exchange Committee*.

Het *Financial Stability Forum* heeft de voorde- ringen die gemaakt zijn met de tenuitvoerleg- ging van de in 2000 door het Forum opge- stelde aanbevelingen om tegemoet te komen aan mogelijke bezorgdheid over *highly lever- aged institutions* gevolgd. Het Forum constateerde dat vooruitgang is geboekt met de beheersing van het tegenpartijrisico en het toezicht, alsook met de informatievoorziening door *highly leveraged institutions* aan krediet- verleners. Het Forum heeft zich verder ver- diept in de tot dusver genomen maatregelen om tegemoet te komen aan de bezorgdheid over *offshore financial centres* en heeft deze centra ook aangemoedigd om tot betere toe- zichts- en samenwerkingsverbanden te komen door onder andere deel te nemen aan het door het IMF gelanceerde beoordelingspro- gramma. Ten slotte heeft het Forum zijn inter- nationale begeleiding ten aanzien van garan- tieregelingen afgerond.

2.3 De architectuur van het internationale monetaire en financiële stelsel

Het Eurosysteem heeft bijgedragen tot de voortdurende inspanningen ten aanzien van maatregelen om de algehele stabiliteit van het monetaire en financiële stelsel wereldwijd te verbeteren. Deze bijdrage werd geleverd het- zij door middel van de directe deelname aan de betrokken internationale instellingen en fora, hetzij door werkzaamheden op Europees niveau, met name het Economisch en Financi- eel Comité. In dit verband heeft de ECB de ervaringen van bepaalde regio's en landen nauw gevolgd.

De deugdelijkheid van het binnenlandse economische beleid

Speciale aandacht werd besteed aan de stabi- liteit van binnenlandse financiële stelsels en de invoering van standaarden en codes. Het IMF en de Wereldbank hebben zich wederom beziggehouden met de tenuitvoerlegging van hun gezamenlijke *Financial Sector Assessment Programme* (FSAP), met behulp waarvan de financiële sectoren in individuele IMF-lidsta- ten beoordeeld worden en mogelijke kwets- baarheden aan het licht komen. Daarnaast heeft het IMF de naleving van internationale standaarden en codes getoetst met behulp van voor een aantal IMF-lidstaten opgestelde *Reports on Observance of Standards and Codes*. Conform een met het IMF gemaakte afspraak heeft de ECB in 2001 technische deskundigen ter beschikking gesteld voor FSAP- en ROSC- missies.

Een deugdelijk beleid houdt meer in dan alleen een deugdelijk macro-economisch beleid: het gaat hier ook om een verstandig beheer van de buitenlandse reserves, een met zorg uitgevoerde liberalisering van het kapi- taalverkeer en een passend wisselkoersbeleid. Het IMF heeft richtlijnen opgesteld voor het beheer van de deviezenreserves (september 2001), die niet bindend zijn, maar bedoeld zijn om de beheerders van de officiële reserves in staat te stellen hun beleidskaders te verster- ken, waardoor hun land zich beter tegen financiële-marktschokken kan verweren. Op grond van hun eigen ervaringen met het beheer van de officiële reserves heeft het Eurosysteem een actieve bijdrage geleverd tot de ontwikkeling van deze richtlijnen.

De internationale organisaties en fora hebben zich ook uitdrukkelijk beziggehouden met de ordelijke liberalisering van het kapitaalver- keer. Het Eurosysteem is van mening dat libe- ralisering van het kapitaalverkeer per definitie heilzaam is mits zij zorgvuldig en op het juiste moment in de ontwikkeling van een gezonde financiële sector uitgevoerd wordt. Liberalise- ring zou met name moeten beginnen bij de meest stabiele componenten van het kapitaal- verkeer, zoals buitenlandse directe investerin-

gen. Bovendien zouden de binnenlandse financiële stelsels voldoende ontwikkeld moeten zijn alvorens de beperkingen op het kapitaalverkeer geheel worden opgeheven. Het Euro-systeem heeft ook benadrukt dat, in het geval van bepaalde landen, regionale economische integratie een impuls kan geven tot liberalisering van het kapitaalverkeer.

Wat de keuze van het juiste wisselkoersbeleid betreft heeft het Eurosysteem onderstreept dat een wisselkoersbeleid altijd de economische en financiële prestaties moet bevorderen door bij te dragen tot prijsstabiliteit en tot ordelijke internationale financiële en handelsbetrekkingen. Aangezien economieën onderling aanzienlijk verschillen is geen enkel wisselkoersbeleid geschikt voor alle landen, noch te allen tijde voor één bepaald land. Omdat het wisselkoersbeleid en andere componenten van het algehele beleidskader van een land elkaar actief beïnvloeden moeten beleidsmakers verzekeren dat het wisselkoersbeleid en de onderliggende verhoudingen, met name de mate waarin het kapitaalverkeer geliberaliseerd is, in de tijd consistent zijn. De wederzijdse beïnvloeding betekent tevens dat elk wisselkoersbeleid gewijzigd kan worden al naar gelang de veranderingen in de binnenlandse of buitenlandse verhoudingen. Wat dit laatste betreft moet speciale aandacht worden besteed aan nauwe regionale handels- en financiële betrekkingen tussen landen die, mits aan bepaalde voorwaarden is voldaan, de keuze en houdbaarheid van het beleid, en de noodzaak en het probleemloos verlopen van een beleidswijziging beïnvloeden.

Regionale samenwerking

De internationale surveillance is in toenemende mate gericht op regionale ontwikkelingen en aangelegenheden, zoals de keuze van een wisselkoersbeleid in een regionale context en onderzoek naar mogelijke vormen van monetaire-beleidsamenwerking op regionaal niveau. In dit verband heeft de ECB de regionale integratieprocessen buiten het eurogebied uitgebreid bestudeerd, waarbij speciale aandacht werd besteed aan onderwerpen

zoals het wisselkoersregime, liberalisering van het kapitaalverkeer en financiële samenwerking (bijvoorbeeld het *Chiang Mai Initiative* binnen de ASEAN+3-groep). De ECB is ook actief betrokken bij diverse samenwerkingsinitiatieven met Azië en Latijns Amerika. De Vice-President van de ECB heeft bijvoorbeeld deelgenomen aan de in januari 2001 in Kobe, Japan, gehouden derde bijeenkomst van de ministers van financiën van Azië en Europa. Tijdens deze bijeenkomst is onder andere besloten om de samenwerking tussen Azië en Europa op het gebied van onderzoek te bevorderen door een gezamenlijk onderzoeksproject te lanceren, het zogeheten *Kobe Research Project*. De ECB levert een actieve bijdrage tot dit project door een seminar te organiseren over de in Europa en Azië opgedane ervaring met regionale economische, financiële en monetaire samenwerking, dat in 2002 zal worden gehouden. De ECB heeft tevens haar betrekkingen met de Latijns-Amerikaanse landen geïntensiveerd door in samenwerking met de Banco de España binnen het Eurosysteem een seminar over regionale integratie in Latijns Amerika voor te bereiden, dat ook in 2002 zal worden gehouden.

Het beheersen van financiële crises

Op het gebied van crisisbeheersing heeft de ECB bijgedragen aan de werkzaamheden van de internationale gemeenschap, onder andere via het Economische en Financieel Comité. Deze bijdragen waren grotendeels gebaseerd op het voortdurend volgen en beoordelen van zowel internationale financierings- en aanpassingsmaatregelen als de betrokkenheid van de particuliere sector bij de financiering van systeemkritische opkomende markteconomieën, zoals Argentinië en Turkije.

Van bijzonder belang zijn de voortdurende werkzaamheden ten aanzien van maatregelen om de particuliere sector te betrekken bij het voorkomen en oplossen van financiële crises, die door het IMF, de G-7 en andere internationale organisaties worden ondernomen. Het Eurosysteem heeft hierbij de noodzaak van

duidelijke regels benadrukt waarin de respectieve verantwoordelijkheden van de particuliere en de overheidssector bij de oplossing van crises worden geregeld. Verder moeten de respectieve rollen van de overheids- en de particuliere financiering beter geformuleerd worden en zouden procedures moeten worden ontwikkeld voor een effectieve tenuitvoerlegging daarvan. In dit verband heeft het Eurosysteem deelgenomen aan de ontwikkeling van overeengekomen principes ten aanzien van de betrokkenheid van de particuliere sector en blijft het betrokken bij de beoordeling van de uitvoering van deze principes.

Het Eurosysteem heeft zich ook verdiept in de door het IMF verrichte algehele beoordeling van de aan financiering verbonden conditionaliteit. Het voornaamste doel hiervan was om de voorwaarden efficiënter, effectiever en meer doelgericht te maken zonder ze af te zwakken. Het IMF besloot dat de voorwaarden toegespitst zouden moeten zijn op de beleidshervormingen die benodigd zijn om landen in staat te stellen hun betalingsbalansproblemen aan te pakken. Aan structurele maatregelen die relevant zijn maar niet van wezenlijk belang zou daarentegen een lagere prioriteit moeten worden toegekend. Een beter afgestemde conditionaliteit houdt ook intensivering van de samenwerking tussen het IMF en de Wereldbank in.

2.4 De internationale rol van de euro

De internationale rol van de euro – na de dollar de meest gebruikte valuta ter wereld – wordt, ook in de toekomst, bepaald door de markt. Door de toenemende liberalisering en globalisering van de financiële markten wordt iedere directe invloed die door beleidsmakers uitgeoefend zou kunnen worden beperkt. Het Eurosysteem streeft diensgevolge niet de internationalisering van de euro na als een onafhankelijke beleidsdoelstelling. Indirect echter kunnen toekomstige ontwikkelingen door een Europees overheidsbeleid kunnen worden beïnvloed, aangezien marktdeelnemers met dit beleid rekening zullen houden wanneer zij een bepaalde munteenheid kiezen

voor hun passiva, wanneer zij hun portefeuilles over verschillende valuta's verdelen of bij het factureren van hun uitvoer. Een op stabiliteit gericht beleid en inspanningen om een efficiënte en geheel geïntegreerde financiële markt voor in euro luidende activa en passiva te bewerkstelligen zullen, als zij succesvol zijn, de euro aantrekkelijker maken voor internationale debiteuren en investeerders, en zo haar positie versterken.

Wat het internationale gebruik van de euro betreft, kan op dit moment gesteld worden dat waar het gaat om financiering, het aandeel van internationale emissies van in euro luidende geldmarktinstrumenten in bruto termen tussen het eerste kwartaal van 1999 en het tweede kwartaal van 2001 fors is toegenomen, vooral door de hogere mate van liquiditeit die het gevolg is van de totstandkoming van een geïntegreerde eurogeldmarkt. Gemiddeld genomen bedroeg het aandeel van de munten die aan de euro vooraf gingen in de door niet-ingezetenen uitgegeven geldmarktinstrumenten in de periode 1994-98 8,5% (Amerikaanse dollar: 77%, Japanse yen: 4,5%) terwijl het gemiddelde aandeel van de euro tussen begin 1999 en eind juni 2001 op 24% uitkwam (Amerikaanse dollar: 60%, Japanse yen: 3%). Een vergelijkbare toename deed zich voor bij de emissie van in euro luidende internationale obligaties en notes. Het gemiddelde aandeel van de munten die in de euro zijn opgegaan in de door niet-ingezetenen van het eurogebied uitgegeven obligaties bedroeg in de periode 1994-98 18% (Amerikaanse dollar: 42%, Japanse yen: 25%). Tussen begin 1999 en eind juni steeg het aandeel van de euro in de emissie van internationale obligaties aanzienlijk, tot 31% (Amerikaanse dollar: 36%, Japanse yen: 18%).

Als investeringsmiddel kwam het geraamde aandeel van in euro luidende schuldbewijzen in de portefeuilles van belangrijke mondiale vermogensbeheerders eind september 2001 op 28% uit (Amerikaanse dollar: 49%; Japanse yen: 16%). Tegelijkertijd namen de door hen aangehouden, in euro luidende, aandelen 25% van hun portefeuilles voor hun rekening (dollar: 50%; yen: 10%).

Wanneer gekeken wordt naar het gebruik van de euro op de valutamarkt, wijst de meest recente *BIS Triennial Survey* uit dat de euro in april 2001 bij 38% van de “netto-netto” deviezentransacties betrokken was (Amerikaanse dollar: 90%; Japanse yen: 23%)⁵. Hoewel de rol van de euro op mondiaal niveau niet te vergelijken is met die van de Amerikaanse dollar, heeft de euro op regionaal niveau de rol overgenomen van de munteenheden waaruit zij is ontstaan (met name de Duitse mark), vooral in Oost Europa.

Wat het officiële gebruik van de euro betreft hebben meer dan vijftig landen buiten het eurogebied grenzen tegenwoordig een op een

extern anker gebaseerd wisselkoersregime waarin de euro een rol speelt. Als reservevaluta nam de euro eind 2000 12,7% van de mondiale deviezenreserves voor haar rekening, vergeleken met 68,2% voor de Amerikaanse dollar en 5,3% voor de Japanse yen. Dit niveau is vergelijkbaar met dat van de valuta's die in de euro zijn opgegaan (vooral de Duitse mark, de Franse frank en de Nederlandse gulden), hetgeen impliceert dat er geen officiële reserves van de dollar naar de euro zijn omgezet. Afhankelijk van het geografische gebied doen zich aanzienlijke verschillen voor in het officiële gebruik van de Amerikaanse dollar en de euro.

3 Bilaterale aangelegenheden

In 2001 heeft het Eurosysteem haar werkrelaties met centrale banken buiten de Europese Unie verder verdiept. Met name heeft de ECB de dialoog met de centrale banken van de kandidaat-lidstaten van de EU geïntensiveerd, op zowel technisch als beleidsniveau, hetgeen ook het volgen van de economische en institutionele ontwikkelingen in deze landen inhoudt.⁶ Parallel hieraan heeft het Eurosysteem ook bijgedragen aan de in 2001 ingevoerde “Economische Dialoog” tussen de Europese Unie en de regeringen van de kandidaat-lidstaten. Daarnaast was het Eurosysteem betrokken bij een groot aantal samenwerkingsactiviteiten met de centrale banken van de kandidaat-lidstaten, waarbij een brede reeks centrale-bankaangelegenheden aan de orde werd gesteld. Tenslotte heeft de ECB haar werkrelaties met centrale banken in andere naburige landen en de voornaamste opkomende markteconomieën in Azië en Latijns Amerika verder uitgewerkt.

3.1 Het proces van toetreding tot de EU: enkele door het Eurosysteem aangewezen belangrijke economische aangelegenheden

In de loop van 2001 is het toetredingsproces in een stroomversnelling geraakt. Het Euro-

systeem heeft zich over belangrijke macro-economische beleidskwesties gebogen die van belang zijn voor het toetredingsproces. Aan vijf onderwerpen is speciale aandacht besteed, te weten prijsontwikkelingen, monetaire- en wisselkoersbeleidsstrategieën, de reële convergentie, de structuur en het functioneren van de bancaire en financiële sectoren en de liberalisering van het kapitaalverkeer. Daarnaast bereikte het Eurosysteem overeenstemming over een aantal beleidsstandpunten met betrekking tot het proces van toetreding tot de EU (zie Kader 10).

Prijsontwikkelingen

Gedurende de afgelopen jaren hebben de meeste kandidaat-lidstaten opmerkelijke vorderingen gemaakt bij het bestrijden van de inflatie, waarbij gemiddeld de prijsstijgingen tegen eind 2001 tot rond 6% waren teruggebracht (met uitzondering van Roemenië, dat een inflatiepeil van ruim 30% kent). Het

⁵ Omdat bij elke transactie twee munteenheden betrokken zijn komt het totaal van de procentuele aandelen van individuele valuta's op 200% uit in plaats van 100%. De cijfers betreffen de “netto-netto” omzet, dat wil zeggen dat zij gecorrigeerd zijn voor zowel lokale als grensoverschrijdende dubbelstellingen.

⁶ De twaalf landen die op dit moment onderhandelen over toetreding tot de EU zijn Bulgarije, Cyprus, Tsjechië, Estland, Hongarije, Letland, Litouwen, Malta, Polen, Roemenië, Slowakije en Slovenië.

“Balassa-Samuelson effect”⁷ is vaak genoemd als zijnde één van de belangrijkste oorzaken van de huidige inflatieverschillen ten opzichte van het eurogebied. Nader onderzoek leert echter dat de hardnekkigheid van deze verschillen niet kan worden verklaard door dit effect alleen. Een verdere verlaging van de inflatie wordt onder andere bemoeilijkt door de inflatoire invloed van het transitieproces zelf en van aan convergentie gerelateerde factoren zoals de liberalisering van de prijzen en het privatiseringsproces. Daarnaast waren de inflatieverschillen ten opzichte van het eurogebied ook te wijten aan het meer expansieve begrotings- en loonbeleid dat door sommige landen gevoerd werd.

Monetaire en wisselkoersbeleidsstrategieën

De afgelopen jaren heeft zich een grote verscheidenheid aan monetaire-beleids- en wisselkoersstrategieën in de kandidaat-lidstaten voorgedaan. Terwijl de Baltische staten en Bulgarije hun koppelingen of *currency boards* behielden en Roemenië nog immer een beheerst zwevende wisselkoers hanteert zijn de landen in Midden- en Oost-Europa geleidelijk overgestapt op meer flexibele wisselkoersregimes, waardoor zij zich meer op de bestrijding van de binnenlandse inflatie hebben kunnen toeleggen, deels via nominale appreciatie. Deze verscheidenheid niettegenstaande is de betekenis van de euro als een belangrijke referentiewaarde in landen met een gekoppelde of zwevende munteenheid de afgelopen jaren gestaag toegenomen. In 2001 kondigde Litouwen aan dat haar munt, de litas, met ingang van 2 februari 2002 niet langer aan de Amerikaanse dollar zou zijn gekoppeld maar aan de euro. Daarnaast hebben zowel Hongarije als Cyprus ervoor gekozen een voorbeeld te nemen aan het ERM-II en een fluctuatiemarge van $\pm 15\%$ fluctuatiemarge te hanteren, en zo de wisselkoersverwachtingen reeds in het pre-toetredingsstadium te verankeren, ook met het oog op lidmaatschap van het ERM-II, hetgeen een Verdragsvereiste is voor de eventuele overgang op de euro.

Reële convergentie

Aangezien de reële bbp-groei in de kandidaat-lidstaten (volgens het IMF) in 2001 naar verwachting gemiddeld rond 2,9% heeft bedragen, zijn de verschillen met het eurogebied beperkt gebleven. De kloof tussen het gemiddelde bbp per hoofd – de gemakkelijkst te meten maatstaf van reële convergentie – in de kandidaat-lidstaten en dat in het eurogebied blijft echter aanzienlijk. In 2000 lagen de inkomensniveaus in de kandidaat-lidstaten op zo'n 44% van het gemiddelde in de EU wat koopkracht betreft en slechts ongeveer 22% in termen van de huidige wisselkoersen. Tussen de kandidaat-lidstaten doen zich forse verschillen voor, waarbij de individuele cijfers voor het bbp per hoofd uiteenliepen van 24% tot 82% van het gemiddelde in de EU op basis van koopkrachtpariteit en van 7% tot 63% op basis van de wisselkoersen voor het jaar 2000. De omvang van de inkomenskloof doet, in combinatie met de kleine groeiverschillen, vermoeden dat het proces van reële convergentie zeer geleidelijk zal verlopen en zich tot ver na de op dit moment nagestreefde data van toetreding tot de EU zal uitstrekken.

De bancaire en financiële sector

Het afgelopen decennium hebben de kandidaat-lidstaten aanzienlijke vooruitgang geboekt met de inrichting van een kapitaalkrachtig en gezond bankwezen, hoewel zich een aantal overgangsproblemen blijven voordoen, die nauwlettend moeten worden gevolgd. Dit is grotendeels te danken aan de grootschalige privatisering van overheidsbanken en openstelling voor buitenlandse investeerders, die thans gemiddeld ruim 60%

7 Het Balassa-Samuelson effect doet zich voor wanneer de productiviteit in de sector die internationaal verhandelbare goederen produceert sneller toeneemt dan die in de sector die niet-internationaal verhandelbare goederen produceert, waardoor de relatieve prijs van niet-verhandelbare goederen stijgt. Een toename van de productiviteit in de eerste sector stuwt meestal de lonen in deze sector omhoog, en aangezien arbeid mobiel wordt geacht, vervolgens de lonen in de tweede sector. Aangezien deze laatste stijging niet geëvenaard wordt door een toename van de productiviteit, zullen de kosten en dus de prijzen in de tweede sector vervolgens omhoog gaan.

van de bancaire activa in deze landen bezitten. Het bankwezen is hierdoor voorzien van expertise en kapitaal, waardoor de efficiëntie en financiële stabiliteit fors zijn toegenomen. De financiële sector in de kandidaat-lidstaten wordt grotendeels gedomineerd door het bankwezen. Ofschoon in sommige kandidaat-lidstaten het financieren van de overheid via de markt voor schuldbewijzen aanzienlijk in belang is toegenomen, waarbij binnenlandse en buitenlandse niet-banken een groot en groeiend aandeel van de investeringen voor hun rekening nemen, is gemiddeld slechts een kleine rol weggelegd voor de aandelen- en obligatiemarkt. Daarnaast blijft de rol van financiële intermediatie relatief gering, en liggen de quotes voor bancaire activa tot het bbp en voor de kredietverlening tot het bbp fors onder die in het eurogebied (gemiddeld respectievelijk een kwart en een derde). Bovendien blijven de rente- en kredietverleningskanalen in het monetaire-beleidstransmissiemechanisme betrekkelijk zwak in vergelijking met het wisselkoerskanaal.

Liberalisering van het kapitaalverkeer

Als onderdeel van het *acquis communautaire* moeten alle kandidaat-lidstaten hun kapitaalverkeer volledig liberaliseren voordat zij tot de EU kunnen toetreden, voorzover tijdens de onderhandelingen geen overgangperiode wordt bedongen. Tot dusver hebben slechts enkele landen gevraagd om een overgangsregime, en deze geldt vooral voor gebieden die van beperkte relevantie zijn voor het monetaire beleid (zoals de aankoop van onroerend goed). In de loop van 2001 hebben diverse landen vorderingen gemaakt met de liberalisering van het kapitaalverkeer. Veel kandidaat-lidstaten hebben reeds een hoge mate van liberalisering van het kapitaalverkeer bereikt. In sommige landen is de kapitaalrekening echter nog onderhevig aan beperkingen, die voornamelijk gelden voor kortlopend kapitaal. Bovendien zijn veel kandidaat-lidstaten kwetsbaar voor externe schokken door hun grote tekorten op de lopende rekening en de waarschijnlijke afname van directe-investeringstromen als gevolg van de door privatisering veroorzaakte lagere inkomsten.

Kader 10

Overzicht van de voornaamste beleidsstandpunten van het Eurosysteem met betrekking tot toetreding

- **Inflatie-ontwikkelingen:** In het convergentiecriteria met betrekking tot inflatie moet geen rekening worden gehouden met het Balassa-Samuelson effect of andere factoren die de prijsontwikkelingen in de kandidaat-lidstaten beïnvloeden, onder andere om een gelijke behandeling tussen nieuwe en huidige lidstaten te verzekeren. Hoewel het noodzakelijk is om de prijsstijgingen in alle landen tot een minimum te beperken teneinde een basis te leggen voor macro-economische stabiliteit en houdbare groei, zou naleving van het inflatiecriterium van Maastricht in dit stadium in strijd kunnen zijn met de structurele veranderingen waarmee reële convergentie geassocieerd wordt.
- **Reële en nominale convergentie:** Reële en nominale convergentie moeten als complementair worden gezien en als parallele doelstellingen worden nagestreefd. Reële convergentie kan steun bieden voor het nominale-convergentieproces, omdat structurele hervormingen het groeipotentieel en de marktflexibiliteit waarschijnlijk verhogen. Vice versa wordt de reële convergentie ondersteund door nominale convergentie, omdat zo de inflatieverwachtingen verankerd worden.
- **Monetaire en wisselkoersstrategieën:** In de aan toetreding voorafgaande fase wordt geen enkele wisselkoersstrategie voorgeschreven, hoewel een toenemende mate van oriëntering op de euro in overeenstemming zou zijn met de verdere economische en financiële integratie met het eurogebied. De eenzijdige invoering van de euro als wettig betaalmiddel ("euroïsatie") is echter in strijd met de bedoeling en het multilaterale kader van de EMU. Na toetreding tot de EU moet het ERM-II niet slechts gezien worden als "wachtkamer" voor overgang op de euro, maar als een zinvol beleidskader waarbinnen de kandidaat-lidstaten worden voorbereid

op de Monetaire Unie en om verdere reële en nominale convergentie te bewerkstelligen. Op de euro gebaseerde *currency boards* kunnen wel als verenigbaar met het ERM-II worden gezien, maar moeten per geval worden beoordeeld.

- **Liberalisering van het kapitaalverkeer:** Aanzienlijke kapitaalstromen en een onvolledige herstructurering van de financiële sectoren betekenen dat de snelheid en de volgorde van verdere liberalisering van het kapitaalverkeer ondersteund moeten worden door consistent macro-economisch en structureel beleid. Naarmate de kandidaat-lidstaten zich meer in de richting van volledige liberalisering bewegen, bestaat de voornaamste uitdaging voor het beleid uit het verminderen van hun kwetsbaarheid voor in toenemende mate volatiele kapitaalstromen door binnen de financiële sector en het bedrijfsleven structurele hervormingen door te voeren en het toezicht te versterken.
- **De structuur en het functioneren van de financiële sector:** De kandidaat-lidstaten moeten op bancaire en financieel gebied wetgeving invoeren die onderdeel uitmaakt van het *acquis communautaire*, waaronder wetgeving met betrekking tot het witwassen van gelden. Zij moeten ook beschikken over de functies waardoor de financiële markten en de betalingssystemen in staat gesteld worden om conform de in het eurogebied geldende standaarden te opereren. Verder moeten zij effectieve mechanismen invoeren voor risicobeperking en crisisbeheersing bij bancaire en financiële instellingen. In landen waar het banktoezicht niet bij de centrale bank is ondergebracht moet het in ieder geval nauwe banden met de centrale bank onderhouden.
- **Begrotingsbeleid:** In de aanloop tot toetreding tot de EU, moeten de autoriteiten bereid zijn in verband met het transitie – en toetredingsproces zijn hogere overheidsuitgaven en mogelijk lagere – inkomsten te incasseren, zonder dat de vorderingen die geboekt zijn met de budgettaire consolidatie in gevaar worden gebracht. Het terugdraaien van budgettaire prestaties uit het verleden zou in strijd zijn met andere beleidsdoelstellingen, met name de inflatiebestrijding.
- **Acquis communautaire en de onafhankelijkheid van de centrale bank:** De effectieve tenuitvoerlegging van het *acquis communautaire* is niet slechts een juridisch vereiste voor toetreding tot de EU, maar houdt tevens de transformatie van kandidaat-lidstaten tot volwaardige markteconomieën in, waardoor zij gemakkelijker in de EU en vervolgens het eurogebied kunnen integreren. Daarom moet ervoor gezorgd worden dat er geen discrepantie bestaat tussen de formele status van de centrale banken in de wetgeving en de tenuitvoerlegging van die wetgeving.
- **Beschikbaarheid van statistieken:** De kandidaat-lidstaten moeten zich inspanningen blijven getroosten om hun statistische systemen aan EU-standaarden aan te passen omdat de beschikbaarheid van betrouwbare en tijdige statistieken essentieel is voor een juiste besluitvorming (en uiteindelijk de beoordeling van de criteria van Maastricht).

3.2 Samenwerking tussen het Eurosysteem en de centrale banken van de kandidaat-lidstaten

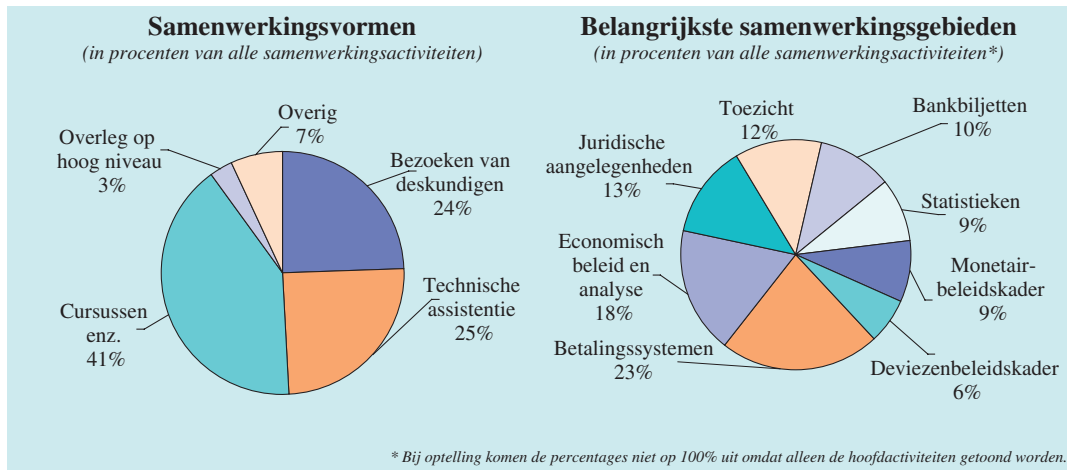
In 2001 heeft het Eurosysteem de reguliere samenwerking met de centrale banken van de kandidaat-lidstaten geïntensiveerd. In totaal heeft het Eurosysteem 341 activiteiten (vergeleken met 296 in 2000) ondernomen, waarbij centrale banken uit alle kandidaat-lidstaten waren betrokken. Deze samenwerkingsactiviteiten bestonden vooral uit cursussen, technische assistentie, bilaterale bezoeken van deskundigen en overleg op hoog niveau (zie Grafiek 29). De activiteiten hadden betrek-

king op onder meer betalingssystemen, economisch beleid en analyse, juridische vereisten, bedrijfseconomisch toezicht, bankbiljetten, statistieken, het monetaire-beleidskader, het wisselkoersbeleid en informatietechnologie. In andere hoofdstukken van dit jaarverslag is meer informatie te vinden over de samenwerking op specifieke gebieden die van belang zijn voor de centrale banken van de kandidaat-lidstaten.

Het hoogste niveau waarop met de centrale banken van de kandidaat-lidstaten wordt samengewerkt is het jaarlijkse seminar van het Eurosysteem over het toetredingsproces,

Grafiek 29

Samenwerking tussen het Eurosysteem en de centrale banken van de kandidaat-lidstaten in 2001



waar het Eurosysteem en de centrale-bank-presidenten van de twaalf kandidaat-lidstaten bijeenkomen. Na in 1999 in Helsinki en in 2000 in Wenen te zijn gehouden, vond het seminar in 2001 in december in Berlijn plaats en werd door de ECB en de Deutsche Bundesbank tezamen georganiseerd. De voorname op dit seminar behandelde onderwerpen waren de structuur en het functioneren van de financiële sector in de kandidaat-lidstaten, de invloed van de liberalisering van het kapitaalverkeer op de wisselkoersstrategieën van de kandidaat-lidstaten en de ingrediënten voor een succesvolle inhaalslag.

3.3 De betrokkenheid van het Eurosysteem bij de Economische Dialoog tussen de EU en de kandidaat-lidstaten

Het Eurosysteem is betrokken bij de begin 2001 opgerichte Economische Dialoog tussen de EU en de kandidaat-lidstaten. Deze dialoog vormt geen direct onderdeel van de onderhandelingen voor het lidmaatschap van de EU, maar is bedoeld om het toetredingsproces te vergemakkelijken door middel van een diepgaande gedachtewisseling tussen de instellingen van de EU en de kandidaat-lidstaten over het macro-economisch beleid en aangelegen-

heden die de financiële stabiliteit betreffen in de aan toetreding voorafgaande fase. De dialoog is tevens bedoeld om de kandidaat-lidstaten vertrouwd te maken met de EU-procedures van wederzijds toezicht en beleidscoördinatie waaraan zij bij toetreding tot de EU onderworpen zullen worden.

In het kader van de Economische Dialoog zijn de EU, waaronder de ECB en de nationale centrale banken, en de kandidaat-lidstaten in 2001 vier maal bijeen geweest, tweemaal op EFC-niveau (op 27 juni in Stockholm en op 27 november in Brussel) en tweemaal op ministerieel niveau (op 21 april in Malmö en op 4 december in Brussel). In 2001 werden tijdens de Economische Dialoog onder andere de economische programma's van de kandidaat-lidstaten voor de periode voorafgaand aan toetreding besproken.

3.4 Versterking van de werkrelaties met andere landen

De ECB heeft wederom haar betrekkingen met centrale banken uit Europese landen die geen lid zijn van de EU, en op dit moment nog niet in onderhandeling zijn over toetreding, en de centrale banken van de voornaamste opkomende economieën in Azië en Latijns Amerika verder geïntensiveerd. De President

en de overige leden van de Directie bezochten een aantal van deze landen en ontvingen delegaties van hun centrale banken. Daarnaast zijn werkrelaties op het niveau van het management/deskundigen aangeknoopt met een aantal centrale banken in deze regio's. Onderwerpen die geregeld tijdens bijeenkomsten aan de orde kwamen waren de economische toestand, het wisselkoersbeleid en de rol van de euro in het desbetreffende land.

Van de contacten met naburige landen hebben de contacten met de centrale banken van de Baltische landen, Rusland en Turkije (een kandidaat-lidstaat die nog niet onderhandelt over toetreding) een belangrijke rol gespeeld. In de intensieve bilaterale besprekingen nam de invoering van eurobankbiljetten en -mun-

ten een belangrijke plaats in, gezien de aanzienlijke circulatie in deze landen van door de nationale centrale banken in het eurogebied uitgegeven nationale bankbiljetten. Op de Balkan nam de ECB deel aan activiteiten die door de *Working Table on Economic Reconstruction, Development and Co-operation* in het kader van het Stabiliteitspact voor zuidoost Europa georganiseerd worden. De ECB heeft de economische en financiële ontwikkelingen in Turkije nauw gevolgd en tijdens een bezoek van de Turkse centrale-bankpresident aan de ECB een meer geregelde beleidsdialoog met de centrale bank van Turkije afgesproken. De ECB is ook begonnen de werkrelaties met centrale banken in het mediterrane gebied verder aan te halen.

Duitsland: **Vernietiging van nationale munten nabij Frankfurt.**



Hoofdstuk VI

Overgang op de chartale euro en de productie van eurobankbiljetten

I De overgang op de chartale euro in 2002

Om een vlotte overgang op de chartale euro te verzekeren, werd in maart 2001 het Euro-system Cash Changeover Co-ordination Committee (CashCo) ingesteld, bestaande uit vertegenwoordigers van de ECB en één vertegenwoordiger van elke nationale centrale bank van de 12 deelnemende lidstaten. De Europese Commissie en Europol namen als waarnemers deel aan de CashCo-vergaderingen. Binnen het beleidsdomein van het Euro-systeem droeg het Comité de algemene verantwoordelijkheid voor de coördinatie van de invoering van euromunten en -bankbiljetten en de intrekking van de oude nationale munteenheden in de periode tot eind februari 2002. Het oefende toezicht uit op de voorbereidingen met betrekking tot de uitgifte van en de overgang op de euromunten en -bankbiljetten en stelde een informatie-uitwisselingskader in, dat zowel de periode vóór als na 1 januari 2002 bestreek.

I.1 De overgang binnen het eurogebied

In een Richtsnoer van de ECB van 10 januari 2001 nam de Raad van Bestuur van de ECB een aantal bepalingen aan voor de omschakeling op de chartale euro die betrekking hadden op het Eurosysteem. In overeenstemming met die bepalingen werd de frontloading van kredietinstellingen door de NCB's en de sub-frontloading van andere professionele doelgroepen met munten en bankbiljetten toegestaan vanaf 1 september 2001. Die aanlooptijd van vier maanden was nodig om ervoor te zorgen dat er voldoende euromunten en -bankbiljetten beschikbaar waren om op grote schaal in omloop te worden gebracht vanaf 1 januari 2002. Die aanlooptijd maakte een doelmatig transport en een efficiënte logistiek mogelijk. In de praktijk verschilden de schaal en de timing van de frontloading en de sub-frontloading aanzienlijk van het ene land tot het andere, afhankelijk van het nationale overgangsscenario, de nationale infrastructuur (b.v. wat het vestigingennetwerk van de centrale bank betreft en zijn rol bij de geldbevoorrading, de beschikbare opslagfaci-

liteiten in de vestigingen van de banken, enz.), alsook van de omvang en de geografie van de betrokken lidstaat.

In 11 landen voorzagen de nationale autoriteiten kredietinstellingen vanaf september 2001 van euromunten, omdat die door hun massa moeilijker te vervoeren waren dan bankbiljetten en ze door hun lagere waarde een minder groot risico opleverden voor kredietinstellingen dan bankbiljetten; in één land begon de frontloading met munten pas in december 2001. Vijf landen startten met de frontloading met bankbiljetten in september 2001; de overige zeven landen wachtten met de verspreiding van bankbiljetten tot respectievelijk oktober, november of december 2001.

Alle 12 landen bevoorraadden kredietinstellingen en detailhandelaars vóór 1 januari 2002 met euromunten en -bankbiljetten, terwijl in alle landen ook een sub-frontloading van de automatenindustrie met euromunten plaatsgreep, zodat die de apparaten voor €-day met munten kon vullen. In totaal werden de kredietinstellingen vooraf bevoorraad met een bedrag van € 133 miljard aan bankbiljetten, wat overeenkomt met circa 50% van de waarde van de nationale bankbiljetten die eind 2001 in omloop waren. In totaal 37,5 miljard muntstukken, voor een bedrag van € 12,4 miljard, waren vóór eind 2001 verspreid. Dit betekende dat vóór 1 januari 2002 naar volume ongeveer 80% van de vereiste bankbiljetten en ruim 97% van de muntstukken aan de banken waren bezorgd, wat de weg effende voor een vlotte overgang. Door de band genomen, beantwoordde de sub-frontloading van de professionele doelgroepen eveneens aan initiële verwachtingen en maakte hij in totaal zowat 10 tot 20% van het vooraf verspreide bedrag uit.

Volgens een verklaring van de Ecofin-raad van november 1999 mocht het publiek vanaf medio december 2001 van euromunten worden voorzien om de mensen ermee vertrouwd te maken en de detailhandelaars

tegen begin 2002 met het nodige wisselgeld te bevoorraden. Alle landen van het eurogebied boden het publiek starter kits en die waren erg in trek. In een aantal landen was de vraag zo groot dat het de banken toegestaan was hun eigen kits aan te maken en zelfs wat van hun voorraad te verkopen. De tegenwaarde van de starter kits varieerde van € 3,88 tot € 15,25 en kwam in de meeste gevallen overeen met een coupure van een nationaal bankbiljet om de omwisseling te vergemakkelijken. In één land werd zelfs aan elke burger een kleine starter kit gratis verstrekt. De verspreiding via een breed netwerk van verdeelpunten startte in drie landen op 14 december 2001 en in de andere op 15 of 17 december 2001. In totaal kocht het publiek meer dan 150 miljoen starter kits die ruim 4,2 miljard munten bevatten voor een totaal bedrag van € 1,6 miljard. Dit betekent dat elk lid van de bevolking begin 2002 gemiddeld 14 munten had.

Daarnaast werden kleinhandelszaken bevoorrad met starter kits voor de detailhandel, waarvan de tegenwaarde varieerde tussen € 30,41 en € 315.

Aangezien de meeste bankbiljetten, in termen van transacties, in omloop worden gebracht via geldautomaten, was de snelle aanpassing van die machines een cruciale factor in de overgang. In totaal moesten meer dan 200.000 automaten worden omgeschakeld in vestigingen van banken en elders (b.v. in winkelcentra). De snelheid waarmee de automaten werden omgevormd, varieerde enigszins van land tot land, naar gelang van de aanpasbaarheid, de ligging, het aantal en het type ervan. Daarboven varieerde de aanpak met betrekking tot automaten die nog niet waren aangepast bij de invoering van de euromunten en -bankbiljetten lichtjes in het gehele eurogebied. In zes landen werden ze buiten dienst gesteld, terwijl ze in vier landen nationale bankbiljetten bleven verstrekken. Vier dagen na het in omloop brengen van de euromunten en -bankbiljetten verstrekten nagenoeg alle geldautomaten enkel bankbiljetten in euro. Bijgevolg werden aan het einde van de eerste week gemiddeld 75% van de contante trans-

acties in euro verricht; aan het einde van de tweede week was dat cijfer opgelopen tot 90%. Het percentage verschilde natuurlijk van land tot land en van sector tot sector. De euromunten en -bankbiljetten werden in ieder geval veel sneller ingevoerd dan aanvankelijk verwacht.

Om een vlotte overgang op de euro te waarborgen, was het nodig de kleine eurocoupures (nl. € 5, € 10 en € 20) begin 2002 op grote schaal in omloop te brengen. Dit leidde ertoe dat het voor detailhandelaars veel minder noodzakelijk was om tijdens de eerste dagen van 2002 grote hoeveelheden in contanten aan te houden. In alle landen van het eurogebied werden bij het begin van 2002 een, twee of drie van de kleine denominaties in euro verstrekt door de geldautomaten. In landen waar de uitbetaling van bepaalde sociale uitkeringen grotendeels in contanten plaatsvindt, werden die transacties ook in kleine coupures uitgevoerd. Bovendien betaalden de banken vaak eurobiljetten van kleine coupures uit aan hun loketten. Een en ander bracht mee dat de eurobankbiljetten van kleine coupures (t.w. € 5, € 10 en € 20) begin 2002 82,4% uitmaakten van het totale aantal in omloop zijnde bankbiljetten en 43% van hun totale waarde. Dit was heel wat meer dan het aandeel van de nationale bankbiljetten met een vergelijkbare tegenwaarde vóór de overgang.

Wat betreft de intrekking van de nationale muntstukken, zetten de meeste nationale autoriteiten het publiek ertoe aan opgepotte munten vóór het jaareinde bij de banken te storten, teneinde de werklast van de banken, detailhandelaars en geldtransportbedrijven tijdens de duale-omlooperperiode te beperken; daarnaast werden muntstukken verzameld via de liefdadigheidsacties die in sommige landen werden opgezet. Tegelijkertijd vloeiden er in hoge mate opgepotte nationale bankbiljetten terug, vooral hoge coupures. In totaal liep het bedrag van de in omloop zijnde nationale bankbiljetten in de loop van het jaar 2001 met € 110 miljard terug tot € 270 miljard aan het einde van het jaar.

Samengevat, de overgang op de chartale euro was een operatie zonder voorgaande, die het dagelijks bestaan van meer dan 300 miljoen mensen in de 12 landen die de euro hebben aangenomen, direct raakte. De financiële instellingen, de transportbedrijven, de veiligheidsdiensten, de detailhandelaars en de automatenindustrie moesten zeer vroeg nauw bij de voorbereidingen worden betrokken, omdat een vlotte overgang in een zo kort tijdsbestek enkel mogelijk was door middel van een systematische en gecoördineerde samenwerking tussen alle betrokken partijen. Uiteindelijk was het welslagen van de overgang op de chartale euro echter niet enkel afhankelijk van de samenwerking tussen de direct betrokken professionals, maar evenzeer van de positieve houding van en de snelle aanvaarding door het publiek. Achteraf gezien, mag worden gesteld dat de invoering van euromunten en -bankbiljetten, gezien de omvang van de opdracht, zeer vlot en succesvol is verlopen.

1.2 De overgang buiten het eurogebied

Een aanzienlijk aantal van de door de NCB's van het eurogebied uitgegeven bankbiljetten waren buiten het eurogebied in omloop, vooral in de kandidaat-lidstaten van de EU en in de aangrenzende landen. Uit een onderzoek dat betrekking had op het midden van de jaren negentig, was gebleken dat naar raming zowat 30% tot 40% van de Duitse-Markbankbiljetten buiten Duitsland circuleerden, waarvan het grootste gedeelte vermoedelijk in Oost- en Zuidoost-Europa (met inbegrip van Turkije). Daarom werd alles in het werk gesteld om ook buiten het eurogebied een vlotte overgang op de chartale euro te waarborgen. Het kader voor de overgang buiten het eurogebied berustte op drie pijlers:

- Overeenkomstig het Richtsnoer van de ECB van 10 januari 2001 houdende de vaststelling van sommige bepalingen inzake de omschakeling op de chartale euro in 2002, werd het de banken onder strikte voorwaarden toegestaan om vanaf 1 december 2001 de eurobankbiljetten waarmee ze zelf

vooraf waren bevoorrad, te verspreiden onder hun buiten het eurogebied gevestigde hoofdkantoren en vestigingen. Daarnaast stond het Richtsnoer het de vooraf bevoorradde banken, vanaf dezelfde datum, toe hun dochtermaatschappijen buiten het eurogebied van eurobankbiljetten te voorzien, alsook andere banken die buiten het eurogebied een geregistreerd kantoor of een hoofdzetel hebben en over een kantorennetwerk beschikken. Het vooraf bevoorraden van detailhandelaars buiten het eurogebied was echter niet toegestaan.

- De Raad van Bestuur besloot in een Richtsnoer van de ECB van 13 september 2001 inzake de frontloading buiten het eurogebied, dat centrale banken en monetaire autoriteiten van EU-lidstaten die niet op de euro zijn overgegaan alsmede andere landen, op eigen verzoek en met inachtneming van specifieke bepalingen en voorwaarden, vanaf 1 december 2001 konden worden bevoorrad. Alle operationele en praktische regelingen voor zo'n voorafgaande bevoorrading werden bilateraal genomen door de betrokken NCB van het eurogebied en haar correspondentbank. Niet tot het eurogebied behorende centrale banken werd toegestaan om vanaf 1 december 2001 de kredietinstellingen die binnen hun respectieve rechtsgebied geregistreerd zijn of er hun hoofdzetel hebben, te bevoorraden, en zulks overeenkomstig bepaalde regels.
- Ten slotte besloot de Raad van Bestuur dat kredietinstellingen die niet tot het eurogebied behoren, maar die actief zijn in de wereldwijde groothandelsmarkten voor biljetten vooraf door de NCB's mochten worden bevoorrad en dat die instellingen op hun beurt hun klant-banken buiten het eurogebied vanaf 1 december 2001 met eurobankbiljetten mochten bevoorraden. De gedetailleerde regels en voorwaarden, die in principe dezelfde zijn als die welke werden opgelegd aan buitenlandse centrale banken, waren eveneens vastgelegd in het bovengenoemde Richtsnoer van de ECB van 13 september 2001.

De invoering van de eurobankbiljetten verliep eveneens vlot buiten het eurogebied. Centrale banken buiten het eurogebied, vooral in Centraal- en Oost-Europa, het Middellandse-Zeegebied en Afrika, werden vooraf bevoorrad. Het totale bedrag aan eurobankbiljetten verspreid aan centrale banken en banken buiten het eurogebied beliep zowat € 4,6 miljard.

1.3 De omwisseling van nationale bankbiljetten bij nationale centrale banken

De onderlinge uitwisselbaarheid van de nationale valuta's van 1999 tot 2002 wordt gewaarborgd bij artikel 52 van de Statuten van het ESCB, dat de omwisseling van de in de nationale valuta's luidende bankbiljetten van de aan het eurogebied deelnemende lidstaten regelt. Overeenkomstig een beslissing van de Raad van Bestuur, heeft elke deelnemende NCB of een door haar gemachtigde agent de mogelijkheid geboden om ten minste in een van haar vestigingen de bankbiljetten van andere deel-

nemende landen gratis om te wisselen tegen de officiële omrekeningskoers. De Raad van Bestuur besloot de regeling van artikel 52 na 2001 te laten voortduren tot eind maart 2002.

Tegen die achtergrond werden in het hele eurogebied zowat 500 bijkantoren van NCB's in het hele eurogebied betrokken bij de omwisseling van nationale bankbiljetten van andere tot het eurogebied behorende landen. Vanuit praktisch oogpunt, is die omwisseling in het kader van artikel 52 vanaf 1999 in alle deelnemende landen vlot verlopen.

Daarnaast mochten de NCB's de nationale bankbiljetten van andere deelnemende landen repatriëren, een agent machtigen om voor hun rekening die repatriëring te organiseren of bestaande commerciële repatriëringskanalen inschakelen. De waarde van de krachtens die regeling van 1999 tot eind 2001 naar de respectieve landen van uitgifte gerepatrieerde bankbiljetten beliep € 14,4 miljard; het aantal gerepatrieerde bankbiljetten bedroeg 293,4 miljard.

2 De productie van eurobiljetten en -munten

2.1 De productie van de startvoorraden bankbiljetten

De nationale centrale banken hadden elk tot taak te voorzien in de nationale behoefte. De ramingen van de aantallen eurobiljetten en -munten die de nationale banken nodig zouden hebben werden jaarlijks bijgesteld, het meest recent eind 2001. Zo kreeg men een zo goed mogelijke indruk van de feitelijke behoefte tijdens de frontloading-fase. De ramingen per eind 2001 beliepen zo'n 15 miljard bankbiljetten met een totale nominale waarde van rond € 633 miljard. Bij de productie van de bankbiljetten waren vijftien drukkerijen betrokken.

Gedurende het jaar 2001 door werd de voortgang van het productieproces, zowel kwantitatief als kwalitatief zorgvuldig bijgehouden door de ECB. In dezelfde periode werd ook het fysieke uiterlijk van de bankbil-

jetten steekproefsgewijs gecontroleerd. De ECB zette haar inspecties van de Kwaliteitbewakingssystemen bij de drukkerijen voort en droeg zo bij aan een constante kwaliteit. De producenten van geldautomaten, die een bijzonder belang hebben bij kwaliteit en eenvormigheid van de eurobiljetten, werden betrokken bij een uitvoerig testprogramma om hen in staat te stellen hun muntproevers en apparaten tijdig aan te passen.

2.2 Productie van een Centrale Reservevoorraad bankbiljetten ter afdekking van risico's

De ECB heeft, als onderdeel van het risicobeheer bij de introductie van de euro, een Centrale Reservevoorraad eurobiljetten aangelegd. De af te dekken risico's omvatten onder meer een kwantitatief of kwalitatief tegenvalende productie als gevolg van onvoorziene

omstandigheden en een onverwacht grote vraag naar bepaalde coupures. Voor de Centrale Reservevoorraad werd een surplus van ongeveer 10% boven de startvoorraad van 15 miljard bankbiljetten aangemaakt onder verantwoordelijkheid van de ECB, volgens dezelfde strenge normen als alle andere eurobiljetten.

Een aantal bankbiljetten uit deze voorraad zijn gebruikt om te voorzien in de extra behoeften van commerciële banken tijdens de bevoorradingsperiode en hebben zo bijgedragen tot een soepel verloop van de overgangsfase.

2.3 Ondersteuning bij de productie van euromunten

De lidstaten zijn verantwoordelijk voor de productie van euromunten. De nationale

ramingen van het totaal aantal benodigde munten voor de introductiefase bedroeg meer dan 51 miljard, met een nominale waarde van rond € 16 miljard. Bij de productie waren zestien muntbedrijven in twaalf landen betrokken.

De ECB trad op als onafhankelijk oordelaar over de kwaliteit van de euromunten. Ze heeft een rol gespeeld bij de invoering en handhaving van een gemeenschappelijk kwaliteits-managementsysteem bij alle muntbedrijven. De verrichtingen van elk daarvan werd geregeld gecontroleerd door middel van kwaliteitsinspecties. De kwaliteit werd door de muntbedrijven zelf beoordeeld opgrad maandelijks kwaliteitsrapportages en eigen metingen van de ECB in vergelijking met standaardmunten. De besluitvormende lichamen werden regelmatig op de hoogte gehouden van de kwaliteit van de euromunten.

3 Bescherming van eurobiljetten tegen valsemunterij

3.1 Research en ontwikkeling

Er is research- en ontwikkelingswerk gaande dat beoogt een 'fundament' te leggen waarop de verdere ontwikkeling van de eerste serie bankbiljetten zal worden gegrondvest.

Deze activiteiten vinden decentraal plaats maar worden gecoördineerd door de ECB. Het werk vertoont een stijgende lijn naarmate men zich richt op de periode ná de introductie. De coördinatie van de inspanningen van nationale centrale banken, gespecialiseerde toeleveranciers en de ECB is in 2001 herzien en verbeterd, en voor 2002 wordt een verder voortschrijdende verbetering van de structuur verwacht.

De ECB is voorts lid van diverse internationale technische samenwerkingsverbanden van centrale banken die zich wereldwijd richten op de bestrijding van valsemunterij.

3.2 Bestrijding van valsemunterij

Het Europese netwerk van Nationale Analysecentra (NAC's) is geïnstalleerd. De NAC's hebben tot taak vervalsingen te analyseren op nationaal niveau en gegevens over vervalste eurobiljetten door te geven aan de centrale databank die wordt gevestigd bij de ECB. Het personeel van de centra is opgeleid voor het classificeren van vervalste eurobiljetten.

Het Counterfeit Analysis Centre (CAC) bij de ECB is operationeel sinds begin 2002. Het heeft tot taak de nieuwe valse eurobiljetten die het van de NAC's ontvangt te classificeren. Het personeel van het centrum, bestaande uit vervalsingsexperts, technische specialisten en administratieve krachten, is aangesteld en de benodigde apparatuur aangeschaft. Het CAV heeft thans de benodigde middelen om vervalsingen te analyseren en echte biljetten van valse te onderscheiden.

De voltooiing van een Counterfeit Monitoring System (CMS), met onder meer een data-

bank met daarin opgeslagen alle technische en statistische gegevens betreffende vervalste eurobiljetten en -munten is door technische problemen trager verlopen dan was verwacht. Bepaalde functies van het systeem zijn daardoor nog niet beschikbaar. Inmiddels zijn andere procedures ingesteld voor een efficiënt gebruik van de informatie die thans in de databank wordt opgeslagen.

De belangrijkste bepalingen aangaande het CMS zijn vastgelegd in de Beschikking van de Europese Centrale Bank van 8 november 2001 houdende bepaalde voorwaarden

betreffende de toegang tot het Counterfeit Monitoring System (CMS).

De ECB en het Europese Politie Bureau (Europol) zijn een samenwerkingsovereenkomst aangegaan ter zake van maatregelen tegen de gevaren die voortvloeien uit de vervalsing van eurobiljetten en -munten, en ten einde de op dit gebied door elk van beide partijen aan de nationale en Europese autoriteiten en internationale organisaties verleende assistentie te verbeteren en te coördineren.

4 De uitgifte van eurobankbiljetten

De Raad van Bestuur van de ECB heeft besloten dat de ECB en de twaalf nationale centrale banken eurobankbiljetten in omloop zullen brengen.

Afgesproken is dat 92% van de eurobankbiljetten zou worden uitgegeven door de nationale centrale banken, terwijl het resterende deel ingaande begin 2002 zou worden uitgegeven door ECB. Elk van de nationale centrale banken zal op haar balans een aandeel in de uitgifte van eurobankbiljetten vermelden dat overeenkomt met haar aandeel in het kapitaal van de ECB. De totale waarde aan

bankbiljetten in omloop van het Eurosysteem zal worden opgevoerd op de geconsolideerde weekstaat van het Systeem gepubliceerd door de ECB.

Conform het decentralisatiebeginsel aangaande de uitvoering van transacties door het Eurosysteem zullen de twaalf nationale centrale banken van het eurogebied alle eurobankbiljetten in circulatie brengen, terug ontvangen, heruitgeven en uit de circulatie nemen, ook die welke in omloop zijn gebracht door de ECB.

5 De Euro 2002 Informatiecampagne

Als onderdeel van de voorbereidingen op de overgang tot de chartale euro, hebben de ECB en de twaalf nationale centrale banken een voorlichtingscampagne gevoerd onder de titel *Euro 2002 Informatiecampagne*. De Raad van Bestuur heeft eerder een begroting van € 80 miljoen voor deze campagne gevoteerd, een bedrag dat nog werd verhoogd door bijdragen van nationale centrale banken.

De campagne is verregaand afgestemd met soortgelijke initiatieven van nationale overheden en de Europese Commissie en concentreert zich op vier kernthema's:

- het uiterlijk van de bankbiljetten en munten;
- de echtheidskenmerken van de bankbiljetten;
- de beschikbare coupures en
- het overgangscenario.

Deze thema's worden op drie manieren onder de aandacht van het publiek gebracht: een mediacampagne, PR- en persactiviteiten en samenwerking met andere op dit terrein actieve organisaties (het Partnership Programma). Elk van de kernthema's is ondersteund door middel van een speciale website, www.euro.ecb.int, die net als alle campagne-

materiaal toegankelijk was in alle elf officiële talen van de Europese Unie.

Naarmate 2001 voortschreed en de publieke belangstelling voor de eurobiljetten en -munten groeide, werd de campagne intensiever. Met de bekendmaking van de echtheidskenmerken aan het grote publiek op 30 augustus 2001 ging de campagne een nieuwe fase in. Er werd nieuw materiaal verspreid waarin onder meer het definitieve beeld en de echtheidskenmerken van de eurobiljetten werden getoond.

De mediacampagne

Eveneens op 30 augustus 2001 ging de mediacampagne van start, met televisiespots en advertenties in de gedrukte media op nationaal en internationaal niveau in het gehele eurogebied. Soms ondernamen de nationale centrale banken daarnaast aanvullende media-activiteiten.

Het publiek werd telkens in de eigen taal voorgelicht in vijf televisiespots en acht aanvullende advertenties in de pers, die in alle landen van het eurogebied eender waren. Spots en advertenties verschaften zowel algemene als gedetailleerde informatie over de bankbiljetten en munten, en ook over de echtheidskenmerken van de bankbiljetten. De spots werden uitgezonden via 50 televisiestations en de advertenties verschenen in meer dan 250 kranten en bladen. De campagne werd eind januari en begin februari 2002 afgesloten met een laatste golf advertenties in het gehele eurogebied.

Op mondiaal niveau richtte een campagne zich op internationale ondernemers en bezoekers aan het eurogebied. Zes internationale televisiestations zonden aangepaste versies van de televisiespots uit en de advertenties verschenen prominent in negen internationale publicaties en veertien in-flightbladen. Bovendien maakte een luchthavencampagne op twaalf luchthavens in het eurogebied en op London Heathrow bezoekers op weg naar het eurogebied vertrouwd met de vier kernthema's van de campagne.

Een officiële informatiefolder onder de titel *De euro komt eraan – informatiefolder over de eurobankbiljetten en euromunten* werd ter ondersteuning van de mediacampagne in ongeveer 200 miljoen exemplaren verspreid. Alleen al voor het eurogebied, met zijn elf talen en diverse overgangsscenario's, waren 26 verschillende versies van deze folder nodig. De verspreiding onder vrijwel alle huishoudens in het eurogebied vond plaats van oktober tot december 2001, langs diverse kanalen, al werden de meeste per post of huis aan huis bezorgd. Om de informatie uit de folder ook kenbaar te maken voor mensen buiten het eurogebied werd een internationale versie vertaald in nog eens 23 talen en aan partners beschikbaar gesteld via de internetsite van de campagne. Ter verdere ondersteuning van de campagne drukten sommige nationale centrale banken de folder ook nog eens in een aantal talen die niet tot de officiële talen van de EU behoren.

PR en persactiviteiten

Het voorlichtings- en persprogramma van de Euro 2002 Informatiecampagne bestond gedurende het jaar 2001 uit drie hoofdactiviteiten: een journalistieke countdown-kalender, Euro 2002-conferenties en de prijsvraag voor kinderen.

In het kader van de journalistieke countdown-kalender kregen meer dan 4.500 contactpersonen op zes geselecteerde data, de eerste op €-day – 365 en de laatste op €-day zelf, mediakits toegezonden. Elk van de kits verschafte uitvoerige informatie over de eurobiljetten en -munten en over de omwisseling, en sommige bevatten nog ander materiaal zoals videobanden en beeldmateriaal, om de media in staat stellen de campagneboodschappen aan het publiek door te geven.

Een serie van elf Euro 2002-conferenties, elk georganiseerd door de nationale centrale bank van een van de eurolanden, bracht voorafgaand aan de chartale omwisseling ruim 5.000 belangrijke personages bijeen. Niet alleen voorzagen de conferenties in een dis-

cussieforum over kwesties in verband met de omwisseling, ook genereerden ze keer op keer media-aandacht en droegen ze zo opnieuw bij tot de verspreiding van de campagneboodschappen.

Omdat men zich realiseerde dat kinderen een belangrijke doelgroep vormden voor de Euro 2002 Informatiecampagne, werd een speciaal project geëntameerd om hen te informeren en te enthousiasmeren. Voor een prijsvraag onder het motto *Word Euro-Superster* werden meer dan 7 miljoen posters met informatie over de eurobiljetten en -munten verspreid onder basisscholen in het gehele eurogebied. Via de poster en de jeugdpagina's van de euro-internetsite van de ECB konden kinderen van 8 tot 12 jaar deelnemen aan een prijsvraag met meerkeuzevragen. Rond 300.000 kinderen deden mee en de 24 winnaars (uit elk land van het eurogebied twee), werden uitgenodigd om hun prijs – een volledige serie eurobankbiljetten in een speciaal ontworpen cassette en een laptop-computer – in Frankfurt in ontvangst te komen nemen uit handen van de President van de ECB. Dit evenement vond plaats op 31 december.

Het eindejaarsevenement en de lancering van de campagneslogan *De EURO. ONS geld* op 1 maart 2001, zowel als de onthulling van de definitieve ontwerpen van de eurobiljetten op 30 augustus en de gelijktijdige start van de media-campagne, trokken grote aantallen mediaver-tegenwoordigers en zorgden voor positieve publiciteit in de pers en op de televisie.

Partnership Programma

De globale doelstelling van het Partnership Programma was om particuliere en overheidsinstanties die hun cliënten en personeel wilden informeren over de eurobiljetten en

-munten te stimuleren als partner aan het programma mee te doen en zo mee te profiteren van het campagnemateriaal. Aan het eind van het jaar beschikte de ECB over ruim drieduizend nationale, Europese en internationale partners. De grootste vraag naar materiaal, soms aangepast en voorzien van een organisatielogo naargelang van de behoefte bij de partners, ontstond na de onthulling van de definitieve ontwerpen van de eurobiljetten en hun echtheidskenmerken op 30 augustus. Het Eurosysteem en zijn partners samen produceerden meer dan een miljoen posters en 3,5 miljoen folders, nog afgezien van de sjablonen die konden worden gedownload van de campagnewebsite.

Ook instructiemateriaal voor mensen die beroepshalve met contant geld omgaan, werden verspreid via het Partnership en de NCB's. Er werden 230.000 instructiesets geproduceerd, die behalve een brochure met een uitvoerige beschrijving en afbeeldingen van de euromunten en -biljetten en hun echtheidskenmerken ook een instructieve videoband en een CD-ROM bevatten, met daarop een interactieve presentatie. Bovendien werden nog eens zes miljoen brochures voor leerlingen en stagiaires verspreid, met daarin informatie over de voornaamste echtheidskenmerken. Dit materiaal werd ingezet via een wijdverbreid stelsel van cursussen voor instructeurs, die op hun beurt duizenden employés in onder meer de financiële dienstverlening en de detailhandel opleidden, dit alles onder regie van de nationale centrale banken.

Na zijn hoogtijdagen in de aanloop naar €-day is de campagne, vooral in de vorm van de mediacampagne en het Partnership Programma, blijven doorlopen tot het eerste deel van 2002. De website blijft nog langer on-line, totdat deze definitief wordt ondergebracht bij de permanente website van de ECB.



Spanje: **In cellofaan verpakte eurobankbiljetten bij de Banco de España in Madrid.**

Hoofdstuk VII

Betalings- en effectenafwikkelingssystemen

Het Eurosysteem vervult zijn taak om de goede werking van betalings- en effectenafwikkelingssystemen te bevorderen door betalings- en effectenafwikkelingsfaciliteiten te bieden, door toezicht te houden op betalings- en afwikkelingssystemen en als catalysator voor verandering te fungeren. Om te beginnen is het Eurosysteem bij dit alles operationeel betrokken via het beheer van een “real-time” bruto-vereveningssysteem voor hoogwaardige betalingen in euro, het *Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer*- (oftewel TARGET-) systeem, en door een mechanisme te bieden voor het grensoverschrijdend gebruik van onderpand (het correspondentbanken- oftewel CCBM-)systeem. Ten tweede stelt het Eurosysteem standaarden vast die de deugdelijkheid en de efficiëntie van systemen die eurotransacties verwerken moeten verzekeren en beoordeelt of de in euro werkende betalings- en afwikkelingssystemen deze standaarden naleven. Op de derde plaats dient het Eurosysteem als catalysator voor veranderingen door de efficiëntie van betalingssystemen te bevorderen alsook de aanpassing van de betalings- en afwikkelingsinfrastructuur aan de behoeften van het eurogebied.

I De betalings- en afwikkelingssystemen van het Eurosysteem

I.1 TARGET

In 2001 verwerkte TARGET bijna 75% van de totale omzet aan grote betalingen in euro. 1.569 instellingen namen direct deel aan TARGET en ruim 5.000 indirect.

TARGET heeft wederom voldaan aan de doeleinden waarvoor het systeem was gecreëerd, namelijk om het monetaire beleid van de ECB praktisch te ondersteunen, om de efficiëntie van grensoverschrijdende betalingen in euro te bevorderen en om een betrouwbaar en veilig mechanisme voor de verevening van betalingen te bieden.

Op 19 november 2001 is de software van TARGET geactualiseerd. Het actualiseren van de software hield slechts geringe aanpassingen in van het gegevensformat van de in TARGET gebruikte betalingsberichten. In het Verenigd Koninkrijk werd eind augustus 2001 NewChaps ingevoerd, waardoor een gemeenschappelijk IT-platform werd gecreëerd voor de deelnemers aan de *real-time* bruto-verevings- oftewel RTBV-systemen die met het Britse pond en de euro werken. Daarnaast heeft de Deutsche Bundesbank op 5 november 2001 met succes haar RTGS^{plus}-systeem ingevoerd, dat nu de nieuwe Duitse component van TARGET vormt. Met de invoering van het RTGS^{plus}-systeem, als onderdeel van de consolidatie van de betalingssysteeminfrastructuur voor hoogwaardige betalingen

binnen het eurogebied, werd het hybride *Euro Access Frankfurt* (EAF) gesloten. Ook de Deense TARGET-component werd vervangen door een nieuw systeem: op 19 november 2001 werd KRONOS operationeel.

Door TARGET in 2001 verwerkte transacties

In 2001 heeft TARGET als geheel (dat wil zeggen zowel grensoverschrijdend als binnenslands) dagelijks gemiddeld 211.282 betalingen

Tabel 14
Betalingsverkeer in TARGET *)

Volume	2000	2001	Mutatie, %
Totaal algemeen			
Totaal	47.980.023	53.665.552	12
Daggemiddelde	188.157	211.282	12
Binnenlands			
Totaal	37.811.112	42.166.173	12
Daggemiddelde	148.279	166.009	12
Grensoverschrijdend			
Totaal	10.168.911	11.499.379	13
Daggemiddelde	39.878	45.273	14
Waarde, EUR miljard			
	2000	2001	Mutatie, %
Totaal algemeen			
Totaal	263.291	330.031	25
Daggemiddelde	1.033	1.299	26
Binnenlands			
Totaal	153.253	201.428	31
Daggemiddelde	601	793	32
Grensoverschrijdend			
Totaal	110.038	128.602	17
Daggemiddelde	432	506	17

*) 2000: 255 werkdagen; 2001: 254 werkdagen.

Tabel 15**Piekbelasting in TARGET in 2001**

Volume		
Totaal	380.146	28 dec.
Binnenlands	318.173	28 dec.
Grensoverschrijdend	63.159	20 febr.
Waarde, EUR miljard		
Totaal	2.040	28 dec.
Binnenlands	1.479	28 dec.
Grensoverschrijdend	751	29 juni

verwerkt, met een totale waarde van € 1.299 miljard. Het aantal betalingen is dus met 12% gestegen en de waarde met 26%.

Qua waarde vertegenwoordigde de door TARGET in 2001 verwerkte grensoverschrijdende betalingen 39,0% van het totaal, vergeleken met 41,8% in 2000; qua volume was dit 21,4% van het totaal, vergeleken met 21,2% in 2000. Van de door TARGET verwerkte grensoverschrijdende betalingen bestond 96,5% qua waarde en 60,8% qua volume uit interbancaire transacties, en de rest uit cliëntenbetalingen. De gemiddelde grensoverschrijdende interbancaire betaling bedroeg € 17,7 miljoen,

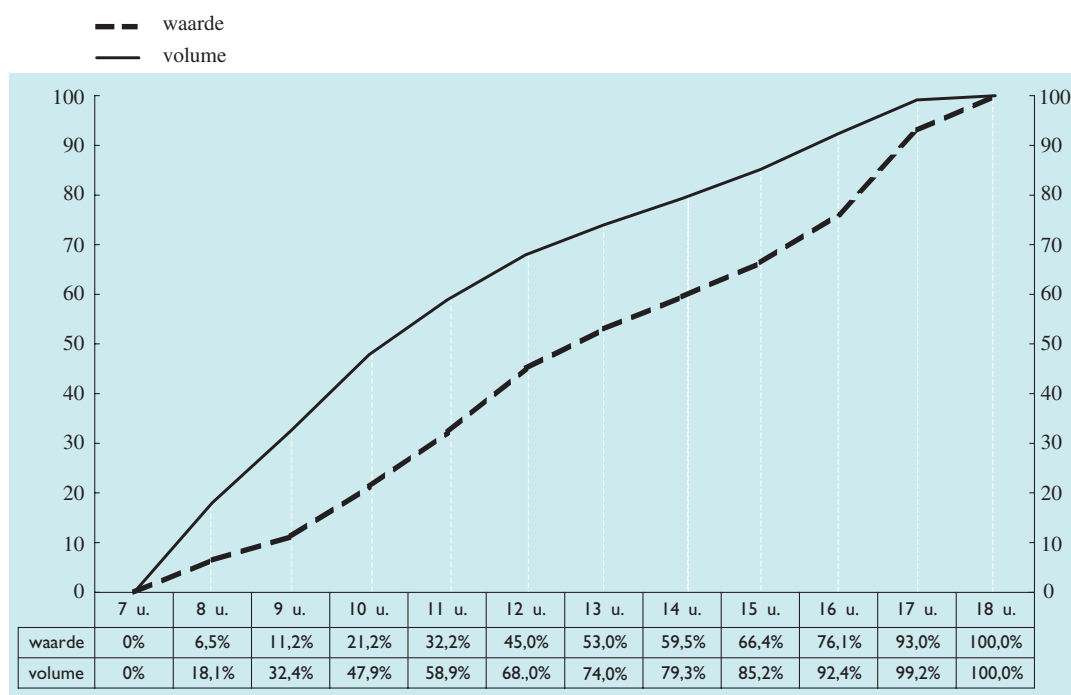
de gemiddelde grensoverschrijdende cliëntenbetaling € 1 miljoen. In Tabel 15 is informatie over de piekbelasting qua volume en waarde te vinden.

Over het algemeen dienen TARGET-deelnemers hun betalingsopdrachten vroeg op de dag in. Tegen 1 uur 's middags is ruim 50% van de grensoverschrijdende omzet en bijna 75% qua volume reeds in TARGET afgewikkeld (zie Grafiek 30). Hierdoor werkt het systeem soepel en wordt voorkomen dat opstoppingen plaatsvinden wanneer zich later op de dag mogelijke liquiditeitsproblemen voordoen.

Op de website van de ECB (www.ecb.int) zijn meer statistieken te vinden onder TARGET in "Payment statistics".

Beschikbaarheid van TARGET

De beschikbaarheid van TARGET is in 2001 verder verbeterd; het aantal storingen is ten opzichte van 2000 met 8% afgenomen. In december kwam de beschikbaarheid van TARGET op 99,74% uit. De voorzieningen

Grafiek 30**Dagschema grensoverschrijdende betalingen via TARGET – 2001**

met betrekking tot organisatorische uitwijking voor TARGET worden herzien met het doel hun effectiviteit verder te verbeteren en de ordelijke verevening van betalingen met een kritische tijdsfactor te vergemakkelijken, vooral met het oog op de naderende aanvang van de activiteiten van CLS Bank.

Betrekkingen met gebruikers van TARGET

In 2001 onderhielden de ECB en de nationale centrale banken een continue dialoog met gebruikers van TARGET. De nationale gebruikersgroepen van TARGET kwamen regelmatig bijeen. Daarnaast is de *Contact Group on Euro Payments Strategy* (COGEPS) in dat jaar tweemaal bij de ECB bijeengewees. Deze groep bestaat uit vertegenwoordigers van het Euro-systeem en van de marktdeelnemers. De bedoeling is om de dialoog over diverse onderwerpen, waaronder aangelegenheden die TARGET betreffen, te bevorderen. Hierdoor konden de nationale centrale banken en de ECB in 2001 beter inspelen op de zakelijke behoeften van de deelnemers.

Overige onderwerpen

In 2001 was TARGET op Nieuwjaarsdag, Goede Vrijdag, Paasmaandag, 1 mei (de dag van de arbeid), eerste en tweede Kerstdag, alsook op zaterdagen en zondagen gesloten. Bovendien was het systeem op 31 december 2001 gesloten om de overgang op de euro gemakkelijker te maken voor de systemen voor kleine betalingen en de interne bancaire systemen. Met ingang van 1 januari 2002 geldt de TARGET-kalender voor de lange termijn (zie ook de website van de ECB (www.ecb.int) onder TARGET in "General information").

In overeenstemming met het beleid ten aanzien van transparantie heeft de ECB op 26 april 2001 Richtsnoer ECB/2001/3 aangaande TARGET gepubliceerd. Dit document, dat de kern van het juridische kader met betrekking tot TARGET bevat, is te vinden op de website van de ECB en in het Publicatie-

blad van de Europese Gemeenschappen, L 140, 24 mei 2001 (zie de website van de ECB (www.ecb.int) onder Publications in "Legal documents").

In mei 2001 is door de ECB het eerste "TARGET Annual Report" gepubliceerd waarin verslag gedaan wordt van de werkzaamheden in zowel 1999 als 2000, van het zakelijke en technische functioneren van TARGET en van belangrijke ontwikkelingen; het rapport bevat ook een toekomstperspectief.

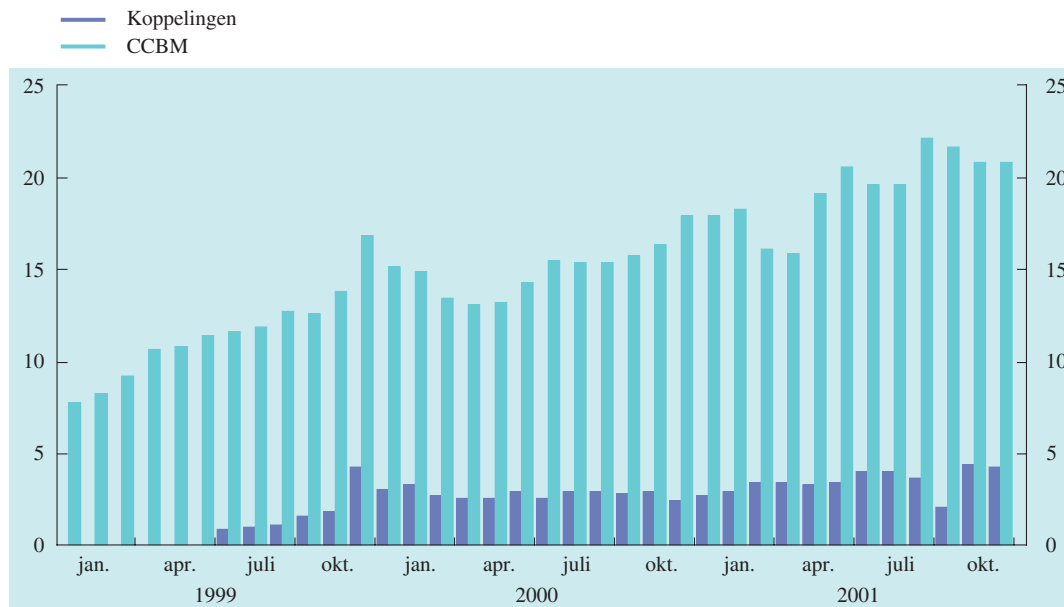
1.2 Het correspondentcentralebankenmodel

Het correspondentcentralebankenmodel werd in de voorbereidende fasen van de Monetaire Unie ontworpen om deelnemers in staat te stellen grensoverschrijdend gebruik van onderpand te maken bij monetaire-beleidstransacties en krediettransacties gedurende de werkdag. Het model was bedoeld als tussenoplossing totdat in de markt alternatieven zouden worden ontwikkeld.

In 2001 was het model wederom het voorname instrument bij de grensoverschrijdende overdracht van onderpand aan het Eurosysteem. Het bedrag aan onderpand dat via het correspondentbankenmodel in bewaarneming wordt gehouden is opgelopen van € 124 miljard eind 2000 tot € 157 miljard eind 2001. De koppeling tussen de effectenafwikkelingssystemen voor de overdracht van effecten vormt op dit moment het enige alternatief voor het correspondentcentralebankenmodel. Hoewel er meer dan 60 koppelingen tussen effectenafwikkelingssystemen zijn die voor de transacties van het Eurosysteem gebruikt mogen worden is daar tot nu toe weinig gebruik van gemaakt. In Grafiek 31 worden de ontwikkelingen met betrekking tot het grensoverschrijdend gebruik van onderpand via het correspondentcentralebankenmodel en de koppelingen getoond als percentages van het totale aan het Eurosysteem verschaft onderpand.

Grafiek 3 I

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



In een door het Eurosysteem georganiseerde enquête¹ noemen de marktdeelnemers vooral twee factoren als reden waarom beperkt gebruik wordt gemaakt van de koppelingen. Ten eerste moet de tegenpartij dat deel van zijn aangehouden onderpand dat voor centrale-banktransacties gebruikt zal worden naar het binnenlandse effectenafwikkelingssysteem overboeken, waardoor het uit de

normale afwikkelingsomgeving wordt weggehaald. Op de tweede plaats lijken de marktdeelnemers reeds bekend met de procedures van het correspondentbankenmodel, waardoor alle beleenbare activa gebruikt kunnen worden; de invoering van nieuwe procedures zou een investering vergen die mogelijk niet gerechtvaardigd is als zich binnen de sector consolidatie voordoet.

2 Algemene aangelegenheden met betrekking tot het toezicht op betalingssystemen

In februari 2001 heeft de Raad van Bestuur van de ECB de *Core Principles for Systematically Important Payment Systems (Core Principles)* opgenomen in de reeks minimumstandaarden die het Eurosysteem hanteert in het kader van het gemeenschappelijke beleid ten aanzien van het toezicht op betalingssystemen. De *Core Principles* werden door het *Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS)* van de G-10 uitgewerkt om via versterking van de financiële infrastructuur bij te dragen tot financiële stabiliteit. Zij omvatten grondbeginselen, *good practices* en richtlijnen voor het ontwerp en het functioneren van betalingssy-

stemmen, en geven ook de vereisten aan waaraan alle systeemkritische betalingssystemen zouden moeten voldoen. Gezien de wettelijke taak om de goede werking van betalingssystemen te bevorderen, zal het Eurosysteem alle systeemkritische betalingssystemen in het eurogebied voor eind 2002 aan de *Core Principles* toetsen.

In 2001 heeft het IMF op verzoek van de ECB *Reports on the Observance of Standards and*

¹ "Cross-border use of collateral: a user's survey", ECB, februari 2001.

Codes (ROSC's) voor het eurogebied opgesteld in het kader van zijn *Financial Sector Assessment Program* (FSAP). Door deel te nemen aan de voorbereiding van deze ROSC's geeft de ECB aan dat zij zich verplicht aan de naleving van internationale standaarden en codes en in de praktijk "het goede voorbeeld wil geven", dit alles vanuit de overtuiging dat naleving van internationaal afgesproken standaarden en *best practices* de sleutel is tot versterking van het mondiale financiële stelsel en het waarborgen van financiële stabiliteit.

In de door het IMF gemaakte beoordelingen wordt ook de transparantie van het beleid ten aanzien van betalingssystemen besproken en de mate waarin de twee systeemkritische betalingssystemen die de gehele EU bestrijken, namelijk TARGET en Euro I van de *Euro Banking Association* (EBA) de *Core Principles*

naleven.² Het IMF heeft vastgesteld dat het Eurosysteem een hoog niveau van transparantie betracht in zijn beleid ten aanzien van betalingssystemen. Het IMF heeft ook geconstateerd dat TARGET voldoet aan de beleidsdoelstellingen waarvoor het was opgezet en dat het grotendeels voorziet in de behoefte van de markt. TARGET voldoet geheel aan zes van de *Core Principles* en (grotendeels) aan de vereisten van drie andere. Eén *Core Principle* is niet op het systeem van toepassing. Het Eurosysteem streeft er thans naar TARGET zodanig te verbeteren dat het zal voldoen aan die *Core Principles* waaraan het thans nog niet geheel voldoet. (In Kader 9 in Hoofdstuk V worden over dit onderwerp meer details gegeven.) Het Euro I-systeem, dat onder toezicht van de ECB staat, blijkt aan alle *Core Principles* te voldoen.

3 Betalingssystemen voor grote betalingen

3.1 Ontwikkelingen bij andere betalingssystemen voor grote betalingen in euro

In 2001 hebben de vijf systemen voor grote netto betalingen in euro wederom goed gefunctioneerd. Deze systemen zijn Euro I van de EBA, *Euro Access Frankfurt* (EAF) in Duitsland, *Paris Net Settlement* (PNS) in Frankrijk, *Servicio de Pagos Interbancarios* (SPI) in Spanje en *Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekitjärjestelmä* (POPS) in Finland. Het EAF-systeem hield op te bestaan toen de nieuwe TARGET-component van Duitsland, RTGS^{plus}, op 5 november in werking trad.

Deze systemen voor grote betalingen in euro blijken geschikte alternatieven voor TARGET voor het verwerken van bepaalde soorten betalingen. In 2001 heeft het grootste systeem, Euro I, dagelijks zo'n 113.000 transacties met een gemiddelde waarde van € 205 miljard verwerkt. Tezamen verwerkten de vijf systemen ongeveer hetzelfde volume aan betalingen als TARGET, maar slechts ongeveer een derde van de waarde van TARGET, omdat naast de aan het monetaire beleid gerelateerde betalingen, tijdkritische, zeer grote betalingen uit hoofde van geldmarkttransacties meestal via TARGET worden geleid.

Hoewel meer dan 80% van de door de vijf systemen voor grote betalingen verwerkte waarde in 2001 voor rekening van interbancaire betalingen kwam, is het aandeel van kleine cliëntenbetalingen bij alle systemen gegroeid. Meer dan de helft van het betalingsvolume bestond uit cliëntenbetalingen, meestal voor bedragen onder € 50.000. Deze ontwikkeling wordt veroorzaakt door een verschuiving van het correspondentbankensysteem naar betalingssystemen en is in overeenstemming met een verhoogde behoefte aan efficiënte grensoverschrijdende kleine betalingen binnen het eurogebied.

² De beoordelingen zijn in oktober 2001 door het IMF gepubliceerd en zijn te vinden op de website van het IMF (<http://www.imf.org>).

3.2 Continuous Linked Settlement (CLS)

CLS is een systeem waarbij valutatransacties op basis van een betaling-tegen-betalingsmethode worden verrekend in de boeken van CLS Bank, een particuliere bank in New York. CLS is een particulier antwoord op de vraag van de centrale banken naar risicobeheersing bij de verevening van valutatransacties. Omdat de ontwikkeling van het systeem enige vertraging had opgelopen zal CLS nu volgens de planning medio 2002 met zeven valuta's van start gaan.

Zoals in het raamwerk voor het op samenwerking berustende toezicht uit het Lamfalussy-rapport³ wordt voorzien, heeft het *Federal Reserve System* de eindverantwoordelijkheid voor het toezicht op het CLS-systeem en zijn de centrale banken van de overige in aanmerking komende valuta's bij het ontwerp van het systeem betrokken. Krachtens Richtlijn 98/26/EG van het Europees Parlement en van de Raad van 19 mei 1998 betreffende het definitieve karakter van de afwikkeling van betalingen en effectentrans-

sacties in betalings- en afwikkelingsystemen zal de *Bank of England* de aanwijzende autoriteit zijn. Aangezien de euro van meet af aan één van de valuta's wordt die door dat systeem zal worden verevend, heeft het Euro-systeem de ontwikkeling van het systeem nauwlettend gevolgd en nauwe contacten onderhouden met CLS Bank en de andere bij het toezicht betrokken centrale banken. Daarnaast zijn vertegenwoordigers van het Eurosysteem in 2001 tweemaal bijeen geweest met de aandeelhouders van CLS in het eurogebied om het liquiditeitsbeheer en operationele aangelegenheden te bespreken. Het ESCB heeft in samenspraak met de commerciële banken aanbevelingen opgesteld voor CLS-betalingen in euro. In deze aanbevelingen, die van de website van de ECB (<http://www.ecb.int>) kunnen worden overgenomen, wordt benadrukt dat banken hun betalingen aan CLS Bank zo vroeg mogelijk 's ochtends moeten voorbereiden opdat er genoeg tijd is om mogelijke noodsituaties het hoofd te bieden, en dat aan betalingen van CLS de hoogste prioriteit moet worden gegeven.

4 Betalingssystemen voor kleine betalingen

4.1 Definitieve overgang van de betalingssystemen voor kleine betalingen op de euro

In 2001 heeft het Eurosysteem geverifieerd of de betalingssystemen voor kleine betalingen voorbereid waren op de overgang op de euro met ingang van 2002. Het bleek dat de overgang op de chartale euro naar verwachting geen grote problemen zou opleveren voor de betalingssystemen voor kleine betalingen en girale betalingsinstrumenten. In een aantal landen deden zich echter nog enkele problemen voor met betrekking tot de voorbereiding van geldautomaten en PIN-apparaten, die overigens vóór de definitieve overgang verholpen zijn. Hoofdstuk VI bevat meer informatie over de overgang op de chartale euro.

4.2 Ontwikkelingen met betrekking tot diensten met betrekking tot grensoverschrijdende kleine betalingen

Door de creatie van een gemeenschappelijk betalingsgebied voor de euro na te streven heeft het Eurosysteem in 2001 wederom als katalysator gediend voor verbeteringen op het gebied van diensten met betrekking tot grensoverschrijdende kleine betalingen, opdat deze uiteindelijk net zo veilig, goedkoop en efficiënt zouden zijn als die voor binnenlandse betalingen. In een artikel in het ECB Maandbericht van februari 2001 "Naar een eenvoudiger dienstverleningsniveau voor kleine betalingen in het eurogebied" bevestigde de ECB

³ *Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the Central Banks of the Group of Ten Countries, BIB, november 1990.*

nogmaals het beleidsstandpunt uit een rapport uit 1999 getiteld *“Improving cross-border retail payment services in the euro area – the Eurosystem’s view”*. De ECB heeft diverse bijeenkomsten georganiseerd en nauw samenwerkt met banken, beheerders van betalingssystemen en de *European Credit Sector Associations* om de sector bij te staan in haar inspanningen om vóór 2002 aan de in het in 1999 gepubliceerde verslag genoemde doelstellingen te voldoen. In een in november 2001 gepubliceerd rapport met de titel *“Towards an integrated infrastructure for credit transfers in euro”* wordt besproken hoe de bestaande belemmeringen waardoor grensoverschrijdende krediettransacties zo duur uitvallen, zouden kunnen worden verholpen. In het rapport worden diverse technische mogelijkheden uiteengezet waaruit banken konden kiezen om een efficiënte interbancaire infrastructuur voor grensoverschrijdende kleine krediettransacties tot stand te brengen. Het rapport geeft een richting aan waaraan banken zich zouden moeten houden om de prijzen van grensoverschrijdende betalingen vóór eind 2004 terug te kunnen brengen tot het niveau van de prijzen van binnenlandse betalingen.

Het feit dat de prijzen van kleine grensoverschrijdende kredietoverdrachten er in de loop van de tijd niet lager op zijn geworden heeft het Europees Parlement en de Raad doen besluiten Verordening EG/2560/2001 betreffende grensoverschrijdende betalingen in euro op 19 december 2001 vast te stellen. Hierdoor worden banken gedwongen de door hen in rekening gebrachte kosten voor grensoverschrijdende betalingen tot €12.500 (met ingang van 1 januari 2006, €50.000) terug te brengen tot het niveau van die voor binnenlandse betalingen. De Verordening is met ingang van 1 juli 2002 van toepassing op PIN-betalingen en opnames uit geldautomaten en met ingang van 1 juli 2003 op grensoverschrijdende overschrijvingen. In oktober 2001 had de ECB een advies uitgebracht met betrekking tot het voorstel voor de Verordening; zij steunde de algemene doelstelling van de Verordening maar had beden-

kingen ten aanzien van mogelijke negatieve neveneffecten van een verordening.

4.3 Initiatieven van de EBA

In november 2000 heeft de EBA het STEP 1-initiatief gelanceerd (*Straight-Through Euro Processing*) voor de verwerking van kleine cliëntenbetalingen. Het aantal STEP 1-banken is gestegen van 21 toen de dienst ingevoerd werd tot 65 eind 2001, en het volume en de waarde van de door het systeem verwerkte betalingen zijn verdrievoudigd tot meer dan 7.100 betalingen per dag met een totale gemiddelde waarde van €79,3 miljoen.

In 2001 heeft de EBA een voorstel gepresenteerd voor een pan-Europees interbancair verwerkingssysteem voor kleine betalingen. Dit nieuwe systeem, STEP 2 geheten, bouwt voort op de STEP 1-dienst en is een antwoord op het streven van het Eurosysteem naar verbetering van de grensoverschrijdende diensten voor kleine betalingen in het eurogebied. STEP 2 zal voorzien in een geautomatiseerde *clearing* dienst, die de geaggregeerde betalingsbestanden van elke afzender sorteert tot aparte bestanden voor de individuele geadresseerden. Deze betalingsbestanden worden verrekend via een aan het Euro 1-betalingsstelsel voor grote betalingen deelnemende bank. De EBA is voornemens het STEP 2-systeem vóór december 2002 in te voeren.

4.4 Elektronisch geld en onderzoek naar de elektronische handel en elektronische betalingen

In 2001 heeft het Eurosysteem ook aandacht besteed aan nieuwe ontwikkelingen op het gebied van elektronische betalingen (in casu betalingen via het Internet), die door de toename van de elektronische handel en andere initiatieven in gang zijn gezet. Het Eurosysteem onderzoekt thans in hoeverre de traditionele rol van de centrale bank op het gebied van betalingssystemen en betalingsinstrumenten, dat wil zeggen het handhaven van

de stabiliteit van het systeem, het bevorderen van efficiëntie en veiligheid en het waarborgen van het monetaire-beleidstransmissiemechanisme, door deze nieuwe ontwikkelingen zijn beïnvloed. Aangezien betrouwbaarheid (juridische waarborgen, de veiligheid van de transacties, enz.) onontbeerlijk is voor de elektronische handel is het Eurosysteem begonnen de trust diensten die bij een open-netwerkomgeving passen, zoals mogelijke toepassingen van de *Public Key Infrastructure* (PKI) binnen de betalingsstelselsector, te analyseren.

Het Eurosysteem heeft wederom de ontwikkelingen van elektronisch-geldsystemen en de implicaties daarvan voor de centrale banken gevolgd. Met name werden de verschillende

beveiligingstechnieken voor elektronisch-geldsystemen geanalyseerd vanuit een toezichtsperspectief. Op dit moment wordt onderzocht of het *Report on electronic money* (1998) van de ECB en met name de in dat rapport genoemde derde minimumvereiste ten aanzien van de technische beveiliging van elektronisch-geldsystemen verder zouden kunnen worden uitgewerkt, opdat men tot een gemeenschappelijk raamwerk voor de technische beveiliging van elektronisch-geldsystemen zou kunnen komen. Er wordt speciale aandacht geschonken aan marktinitiatieven die voorzien in een beveiligingsraamwerk dat uit doelstellingen en vereisten bestaat, onafhankelijk van de gebruikte onderliggende technologie.

5 Effectenclearing- en afwikkelingssystemen

Het Eurosysteem heeft een algemeen belang bij het goed functioneren van effectenclearing- en afwikkelingssystemen. Het ondeugdelijk functioneren van deze systemen zou zelfs de twee kerntaken van centrale banken kunnen beïnvloeden, namelijk het bevorderen van de goede werking van het betalingsverkeer en de tenuitvoerlegging van het monetaire beleid. Afgezien daarvan kunnen enkele nationale centrale banken effectenafwikkelingssystemen of zijn uitdrukkelijk belast met het toezicht daarop.

In feite bestaat een door twee partijen overeengekomen effectentransactie uit enerzijds de overdracht van de effecten en anderzijds de betaling. Deze activiteiten worden uitgevoerd door centrale instellingen zoals effectenafwikkelingssystemen. De verplichtingen van de deelnemers aan deze systemen worden soms van tevoren door clearinginstellingen berekend. Clearinginstellingen die als koper fungeren ten opzichte van de verkoper en omgekeerd worden aangeduid als centrale tegenpartijen. Storingen bij de effectenafwikkelingssystemen kunnen het goed functioneren van de financiële markten in gevaar brengen en werken, ingeval van levering-tegen-betaling, automatisch door in het beta-

lingssysteem. Aangezien alle krediettransacties van het Eurosysteem door onderpand gedekt worden kunnen zij alleen uitgevoerd worden wanneer de activa die met name door de effectenafwikkelingssystemen worden overgedragen en afgewikkeld tijdig aangeleverd worden.

5.1 Clearing

Het Eurosysteem heeft het consolidatieproces bij de door centrale tegenpartijen uitgevoerde clearing nauwlettend gevolgd en geanalyseerd vanwege de mogelijke implicaties voor het soepel uitvoeren van monetaire-beleidstransacties, het effectief functioneren van betalings- en afwikkelingssystemen en de stabiliteit van de financiële markten in het algemeen. Door het consolidatieproces⁴ wordt dit alles verder gecompliceerd: enerzijds zou de efficiëntie van de effectenclearing en -afwikkeling door consolidatie bij de door centrale tegenpartijen uitgevoerde clearing verhoogd kunnen worden; anderzijds nemen

⁴ Consolidatie kan op diverse manieren worden bewerkstelligd, zoals samenwerkings- en andere verbanden, joint ventures en fusies.

de mogelijke consequenties van het faillissement van een centrale tegenpartij voor het systeem toe naarmate die tegenpartij omvangrijker is. Hierbij zijn een aantal zaken relevant. Op 27 september 2001 heeft de ECB het beleid van het Eurosysteem met betrekking tot de consolidatie van door centrale tegenpartijen uitgevoerde clearing bekendgemaakt, waarbij het volgende werd opgemerkt.

Ten eerste is het van wezenlijk belang dat door centrale tegenpartijen effectieve standaarden voor de risicobeheersing worden opgesteld.

Daarnaast hebben monetaire unies vanouds hun eigen binnenlandse infrastructuur ontwikkeld ten aanzien van betalingssystemen, effectenafwikkelingssystemen, effectenbeurzen, enz. Hierbij moet een onderscheid worden gemaakt tussen "binnenlandse" centrale tegenpartijen enerzijds en "internationale" centrale tegenpartijen anderzijds. Een "binnenlandse" centrale tegenpartij verwerkt voornamelijk in één enkele valuta luidende activa. Logischerwijs ligt de geografische afbakening van een marktinfrastructuur die vooral in euro luidende effecten en derivaten verwerkt bij de grenzen van het eurogebied. Gezien het mogelijke belang van effectenclearing- en afwikkelingssystemen voor het systeem als geheel, zou deze "binnenlandse" infrastructuur zich in het eurogebied moeten bevinden. Het bestaan van een binnenlandse infrastructuur zou het ontstaan van internationale infrastructuur, die met meerdere valuta's, waaronder de euro, werken, niet in de weg mogen staan.

Bovendien zou de integratie niet alleen bevorderd worden door consolidatie van de door centrale tegenpartijen uitgevoerde clearing maar ook de kosten van clearing omlaag kunnen brengen door gebruik te maken van schaalvoordelen en externe netwerkeffecten. Tenzij de markt duidelijk in gebreke blijft zou het consolidatieproces door de particuliere sector moeten worden aangedreven, zij het dat de autoriteiten kunnen bijdragen door oneerlijke en ongerechtvaardigde belemmeringen ten aanzien van de integratie en de

concurrentie, in de vorm van juridische beletsels en een gebrek aan standaardisatie, te verhelpen.

Daarbij heeft het Eurosysteem belang bij de efficiëntie van marktstructuren. Hoe de uiteindelijke architectuur er ook uit moege zien, het is essentieel dat de marktdeelnemers onbeperkte en gelijke toegang tot alle systemen in het traject hebben (dat wil zeggen, de handel, de clearing en de afwikkeling).

Tenslotte steunt het Eurosysteem de samenwerking op het gebied van door centrale tegenpartijen uitgevoerde clearing op mondiaal niveau: het zou daarom betrokken moeten zijn bij het volgen van mondiale systemen die met meerdere valuta's, waaronder de euro, werken.

5.2 Afwikkeling

In 1998 heeft het Eurosysteem voor effectenafwikkelingssystemen en de koppelingen daartussen standaarden vastgesteld waaraan deze moeten voldoen willen zij krediettransacties voor het ESCB kunnen verwerken. Door deze standaarden wordt men ervan weerhouden om onaanvaardbare risico's te nemen bij het uitvoeren van krediettransacties, waardoor een gelijk niveau van beveiliging wordt bewerkstelligd voor de effectenafwikkeling op basis van onderpand. De effectenafwikkelingssystemen en hun koppelingen worden regelmatig ten opzichte van de standaarden beoordeeld. Op 3 juli 2001 heeft de Raad van Bestuur vijf aanvullende koppelingen tussen effectenafwikkelingssystemen goedgekeurd, waardoor het totale aantal op 66 is gekomen. Met de nieuwe koppelingen werd SCLV (Spanje) met Necigef (Nederland) verbonden, Necigef met SCLV, Euroclear (België) met Crest (Verenigd Koninkrijk), Credit met Euroclear, en Monte Titoli (Italië) met Clearstream (Luxemburg).

Sommige effectenafwikkelingssystemen zijn betrokken bij grensoverschrijdende consolidatieprocessen. Niettemin hebben, afgezien van de overdracht van de afwikkelingsfunctie

die eerder door het *Securities Settlement Office* van de *Central Bank of Ireland* vervuld werd aan Euroclear in december 2000, deze afspraken nog niet geleid tot een afname van het aantal systemen in Europa.

5.3 Samenwerking met het Committee of European Securities Regulators

In oktober 2001 hebben de Raad van Bestuur en het *Committee of European Securities Regulators* afgesproken om samen te werken met betrekking tot aangelegenheden op het gebied van effectenclearing- en afwikkelingssystemen die voor hen van gezamenlijk belang zijn. De bedoeling is om tot standaarden en/of aanbevelingen op Europees niveau te komen. Een gezamenlijke aanpak zal bijdragen tot de

creatie van een *level playing-field* voor de aanbieders van effectenclearing- en afwikkelingsdiensten, en tot het slechten van de aanzienlijke verschillen in wetgeving tussen de Europese landen.

Het in november 2001 door het *Joint Task Force* van het *Committee on Payment and Settlement Systems* van de centrale banken van de G-10 en de *International Organisation of Securities Commissions* gepubliceerde rapport getiteld *Recommendations for Securities Settlement Systems* betreft effectenafwikkelingssystemen in zowel geïndustrialiseerde als ontwikkelingslanden. Het wordt beschouwd als een goed uitgangspunt voor de beoordeling van de noodzaak om op Europees niveau meer gedetailleerde aanbevelingen vast te stellen.

6 Samenwerking met kandidaat-lidstaten en andere activiteiten

6.1 Samenwerking met kandidaat-lidstaten

De ECB heeft de samenwerking met kandidaat-lidstaten op het gebied van betalings- en afwikkelingssystemen wederom verder geïntensiveerd. De bilaterale contacten werden verder geïntensiveerd: er werden meer voordrachten en presentaties gehouden, en gedurende het gehele jaar werden met de centrale banken van kandidaat-lidstaten werkrelaties aangeknoopt en onderhouden. De ECB organiseerde een multilaterale bijeenkomst voor de centrale banken van alle EU-landen en -kandidaat-lidstaten. Nadien heeft de ECB, in samenwerking met de centrale banken van de EU-landen en de kandidaat-lidstaten, ter ondersteuning van het toetredingsproces gewerkt aan de productie van veelomvattende documentatie op het gebied van betalings- en afwikkelingssystemen.

De ECB was betrokken bij de organisatie van de door de *Central and Eastern European Central Securities Depositories Association* in maart 2001 in Boedapest gehouden conferentie over effectenafwikkelingssystemen in Midden- en Oost-Europese landen. De conferentie

werd bijgewoond door functionarissen van centrale banken, effectentoezichthouders en centrale effectenbewaarinstellingen.

Van 3 tot 5 september 2001 hield de ECB een seminar over betalingssystemen voor centrale bankiers uit kandidaat-lidstaten en andere landen in Oost-Europa, het Middellandse-Zeegebied, Centraal-Azië en het Midden-Oosten. De deelnemers kregen een overzicht van de betalings- en effectenafwikkelingssystemen in de EU en informatie over de activiteiten van het Eurosysteem op deze gebieden.

De ECB heeft ook nauw samengewerkt met de Europese Commissie door aan werkbezoeken van delegaties van de kandidaat-lidstaten aan de Commissie deel te nemen. Tijdens dergelijke bezoeken worden de praktische aspecten van de tenuitvoerlegging van EG-Richtlijnen en -Aanbevelingen met betrekking tot betalings- en afwikkelingssystemen in de nationale wetgeving van de kandidaat-lidstaten besproken.

Daarnaast werd een aanvang gemaakt met de voorbereiding van het actualiseren van het rapport *Payment systems in countries that have*

applied for membership of the European Union (het *Accession Country Blue Book*) uit 1999. Het herziene rapport zal naar verwachting in de tweede helft van 2002 gepubliceerd worden en bevat een geactualiseerde beschrijving van de betalings- en effectenclearing- en -afwikkelingssystemen in de kandidaat-lidstaten, als ook bijgewerkte statistieken.

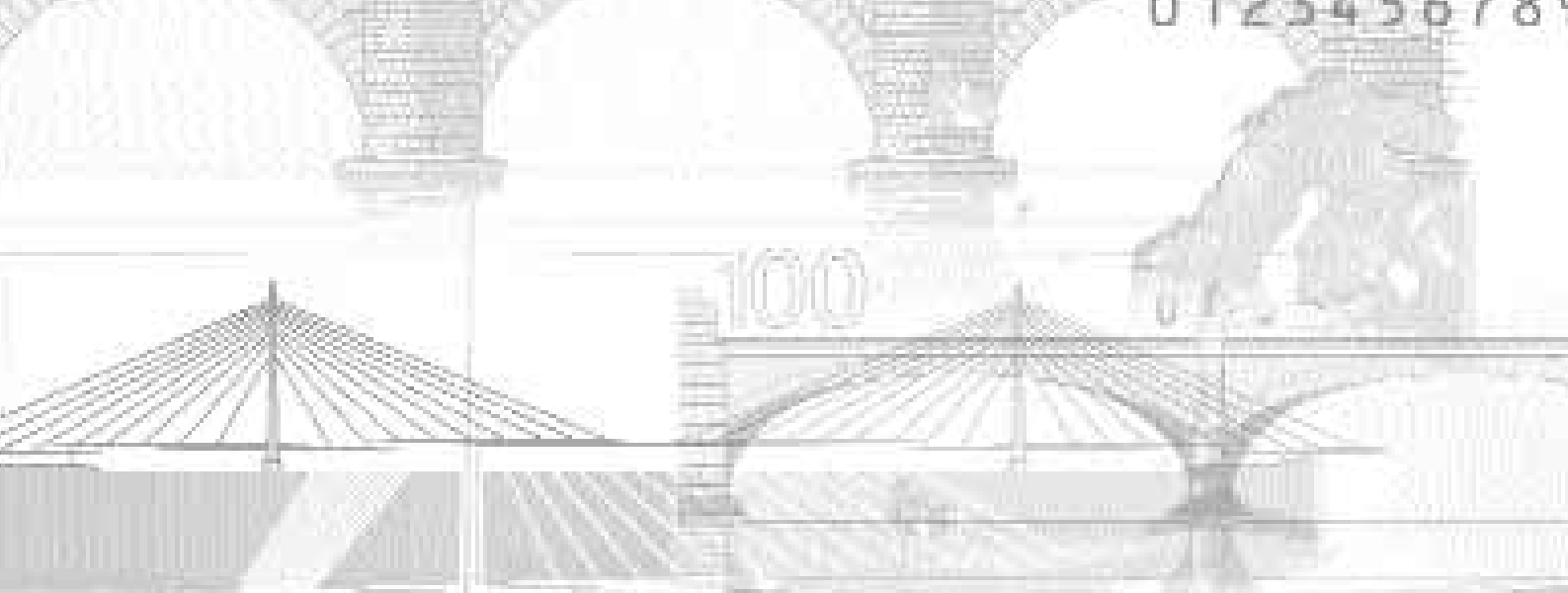
In hoofdstuk V is meer informatie te vinden over de betrekkingen tussen de ECB en de kandidaat-lidstaten.

6.2 Overige activiteiten

Op 7 februari 2001 heeft de ECB een conferentie gehouden rond het thema *How to establish a domestic retail payment infrastructure for the euro area*. De opzet was om tot een strategische visie op de ontwikkeling van kleine betalingen te komen. De marktdeelnemers

zijn zich door de conferentie bewuster geworden van hun mogelijke bijdrage tot een nieuwe infrastructuur voor kleine betalingen voor het gemeenschappelijke betalingsgebied.

In juni 2001 heeft de ECB de derde uitgave van de publicatie *Payment and securities settlement systems in the European Union*, dat ook bekend staat als het *Blue Book*, dat een bijgewerkte beschrijving van de belangrijkste in de EU-lidstaten opererende betalings- en effectenafwikkelingssystemen en bijgewerkte statistieken bevat, uitgegeven. Het nieuwe hoofdstuk over het eurogebied beschrijft de aspecten en kenmerken van betalings- en effectenafwikkelingssystemen die het gehele eurogebied bestrijken of voor het gehele eurogebied van belang zijn. Daarin wordt ook het gemeenschappelijke juridische en toezichtsraamwerk voor de EU beschreven en wordt de rol van de ECB en het Eurosysteem belicht.



Portugal: (rechts) **Een geldtransportauto verlaat de Portugese bankbiljettendrukkerij met een zending eurobankbiljetten.**
(links) **Bewakers zetten voor een geldtransport de straat af.**

Hoofdstuk VIII

Financiële stabiliteit en bedrijfseconomisch toezicht

I Maatregelen gericht op financiële stabiliteit en bedrijfseconomisch toezicht

In een aantal lidstaten zijn de institutionele regelingen voor het bedrijfseconomische toezicht onlangs herzien of onderwerp van discussie geweest. In sommige gevallen voorzien de desbetreffende voorstellen in een gereduceerde rol van de centrale banken bij het bedrijfseconomische toezicht, en in een uitbreiding van de verantwoordelijkheden van afzonderlijke toezichthoudende instanties. Desalniettemin is thans in tien van de twaalf eurolanden de nationale centrale bank hetzij rechtstreeks verantwoordelijk voor het bedrijfseconomische toezicht, hetzij onderhoudt zij nauwe institutionele banden met de afzonderlijke toezichthoudende instantie of is zij nauw betrokken bij de operationele uitvoering van toezichttaken. Het Eurosysteem is sterk voorstander van een voortgezette, en zelfs versterkte, rol van de nationale centrale banken bij het bedrijfseconomische toezicht. Dit standpunt, dat publiekelijk bekend is gemaakt,¹ berust op een beoordeling van de belangrijkste door de invoering van de euro teweeggebrachte wijzigingen in het institutionele kader en in de financiële markten.

Twee van de belangrijkste argumenten voor het toekennen van toezichtverantwoordelijkheden aan een andere instelling dan de centrale bank hebben veel van hun kracht verloren binnen het institutionele kader van de derde fase van de Economische en Monetaire Unie (EMU). Ten eerste is de vermeende kans op het ontstaan van een tegenstelling tussen de doelstellingen van het toezicht en die van het monetaire beleid binnen het Eurosysteem geringer geworden. De monetaire jurisdictie, te weten het eurogebied, valt niet meer samen met de toezichtjurisdictie, te weten nationale instellingen en markten. Daardoor kan zich op het nationale niveau geen belangtegenstelling meer voordoen, aangezien de nationale centrale banken niet meer onafhankelijk de geldschepping beheersen. Ten tweede verliest het argument dat het toekennen van twee functies aan dezelfde instelling leidt tot een buitensporige machtsconcentratie ook aan kracht in een kader waarin de monetaire-

beleidsbesluiten toekomen aan de Raad van Bestuur van de ECB, en derhalve niet meer de uitsluitende competentie zijn van de nationale centrale banken. Daarentegen hebben de argumenten voor het toekennen van toezichtverantwoordelijkheden aan de centrale banken aan kracht gewonnen. De EMU heeft geleid tot een verandering in de aard en de omvang van het systeemrisico, waarbij het waarschijnlijker is geworden dat verstoringen die hun oorsprong vinden in of worden doorgegeven via de “wholesale” – en kapitaalmarkten of via de marktinfrastructuren zich over de nationale grenzen zullen doen gevoelen. Het Eurosysteem kan een grotere bijdrage leveren aan het bewaken en beheersen van het systeemrisico in het gehele eurogebied als de nationale centrale banken nauwer zijn betrokken bij het bedrijfseconomische toezicht. Bij de uitvoering van hun taken op het gebied van het bedrijfseconomische toezicht zouden de nationale centrale banken dan weer kunnen profiteren van de kennis – die ze hebben verworven als onderdeel van het Eurosysteem – met betrekking tot de het gehele eurogebied omspannende ontwikkelingen op de geld- en effectenmarkten en in de marktinfrastructuren. Bovendien geeft de internationalisatie- en conglomeratietendens in de financiële wereld aanleiding tot belangrijke vragen met betrekking tot het door grote en complexe multinationale instellingen opgeroepen systeemrisico. Derhalve lijkt een institutioneel kader waarin de ECB verantwoordelijk is voor het monetaire beleid en de nationale centrale banken nauw betrokken zijn bij het toezicht op de binnenlandse markten en waarin een geïntensiveerde samenwerking plaatsvindt op het niveau van het eurogebied, passend om recht te doen aan de door de invoering van de euro teweeggebrachte veranderingen. Deze argumenten vinden ook hun weerslag in de door de ECB conform artikel 105, lid 4, van het Verdrag uitgebrachte adviezen over de voorgenomen wetgeving

¹ Zie Europese Centrale Bank 'The role of central banks in prudential supervision' maart 2001.

met betrekking tot de institutionele structuur voor het financiële toezicht in Oostenrijk en Duitsland.²

De discussie over de toereikendheid van de institutionele regelingen voor financiële stabiliteit wordt ook op het niveau van de EU gevoerd. Het Economisch en Financieel Comité (EFC) heeft de tenuitvoerlegging gevolgd van de aanbevelingen vervat in het in april 2000 uitgebrachte "Report on Financial Stability", waarin werd opgeroepen tot versterking, via geïntensiveerde samenwerking, van de operationele werking van de regelingen voor financiële stabiliteit. Het EFC heeft ook de beheersing van financiële crises onderzocht, een onderwerp dat in het voornoemde rapport niet specifiek aan de orde was gesteld. Deze werkzaamheden hebben geresulteerd in het in april 2001 gepubliceerde "Report on Financial Crisis Management". Het rapport erkent dat door de comités van toezichthouders en de nationale autoriteiten in de EU goede voortgang wordt gemaakt met de tenuitvoerlegging van de aanbevelingen uit het eerste rapport en roept de betrokkenen op om de werking van de huidige institutionele regelingen verder te verbeteren. In het rapport wordt ook gevraagd om nauwere samenwerking ten behoeve van een effectieve crisisbeheersing. Met name beveelt het EFC rapport aan dat: (i) grote financiële instellingen en concerns in staat dienen te zijn snel nauwkeurige informatie te leveren met betrekking tot hun financiële positie, waarbij

zogenoeten "stress tests" worden uitgevoerd en rampenplannen worden vastgesteld voor specifieke crisisscenario's, en dat deze informatie op regelmatige basis met de betrokken toezichthouders en centrale banken dient te worden gedeeld, (ii) eventueel nog resterende juridische belemmeringen voor een tijdige uitwisseling van informatie tussen toezichthouders, nationale centrale banken en andere betrokken autoriteiten moeten worden weggenomen, (iii) overeenstemming moet worden bereikt aangaande de coördinerende toezichthouder voor grote financiële instellingen, met inbegrip van conglomeraten, (iv) de zogeheten "memoranda of understanding" verder dienen te worden ontwikkeld terzake van aangelegenheden met betrekking tot crisisbeheersing en dat vooraf overeenstemming moet worden bereikt over de procedures voor informatie-uitwisseling in geval van een crisis, en (v) de mededingingsautoriteiten dienen te beschikken over snelle en gedegen procedures voor de beoordeling van de gevolgen voor de mededinging van in het kader van crisisbeheersing genomen maatregelen. Het Eurosysteem steunt de in het rapport vervatte visie ten volle en dringt sterk aan op een snelle tenuitvoerlegging van de aanbevelingen. Daartoe heeft het Comité voor Banktoezicht tezamen met de Contactgroep gepoogd een consensus tussen de toezichthouders en de centrale banken tot stand te brengen aangaande samenwerking en informatie-uitwisseling als onderdeel van crisisbeheersingsmaatregelen.

2 Structuur, rentabiliteit en risico's in het bankwezen

Het toezicht op de ontwikkelingen in het bankwezen vanuit het perspectief van de EU dan wel het eurogebied – zoals dat plaatsvindt binnen het Comité voor Banktoezicht – is in de loop van 2001 verder versterkt, en wel op twee wijzen. Ten eerste is begonnen met een regelmatige en uitgebreide analyse van belangrijke structurele ontwikkelingen in het bankwezen. Met deze analyse – die eens per jaar zal worden uitgevoerd – zullen naar verwachting relevante ontwikkelingen van structurele aard worden gesignaleerd die vra-

gen om aandacht en beleidsreacties van de zijde van centrale banken en toezichthoudende instanties. In dit kader heeft het Comité voor Banktoezicht wederom een aantal *ad hoc* onderzoeken verricht, waaronder de betrekkingen tussen banken en hun cliënten bij de financiële dienstverlening aan bedrijven en de ontwikkelingen in het liquiditeitsprofiel en -beheer van banken. Ten tweede is de periodieke macro-prudentiële

² Zie 'Publications – Legal documents' op de website van de ECB.

analyse van de stabiliteit van het bankwezen verderuitgebreid, zowel voor wat betreft methodologie als de door de analyse bestreken onderwerpen. Begonnen is met de ontwikkeling van methoden voor de beoordeling van het door banken ten opzichte van verschillende industriële sectoren gelopen kredietrisico en voor het uitvoeren van “stress test”-analyses. Een van de daarbij bestreken onderwerpen is door de door banken te treffen voorzieningen voor debiteurenverliezen over de conjunctuercyclus heen. De belangrijkste structurele ontwikkelingen in het bankwezen en de belangrijkste factoren die van invloed zijn op de gezondheid van de bancaire sector worden onderstaand kort besproken.

Structurele ontwikkelingen

Binnen het bankwezen doet zich een aantal structurele tendensen voor.

De eerste daarvan is het bancaire consolidatieproces, dat zich in 2001 in de meeste landen van de EU heeft voortgezet. In het recente verleden zijn daarbij in toenemende mate de grootste banken betrokken geweest, die aldus hun positie op de binnenlandse markt hebben versterkt of hebben getracht voldoende “massa” te verkrijgen om tot een integratie van activiteiten op het “wholesale”-terrein en de kapitaalmarkt te komen en om in staat te zijn op verschillende terreinen (zoals vermogensbeheer, uitgiftegaranties en handelsactiviteiten) op het niveau van het eurogebied te kunnen concurreren. Een en ander is aangegeven in Tabel 16, waaruit blijkt dat de totale waarde van de bancaire fusies en overnames en de gemiddelde omvang van de transacties de afgelopen jaren aanzienlijk zijn toegenomen. In dezelfde periode is in vele landen het herstructureringsproces bij kleine en middelgrote banken onverminderd voortgegaan.

Als gevolg daarvan is de concentratiegraad in het binnenlandse bankwezen in de meeste landen verder toegenomen. Binnen de EU is het gemiddelde aandeel in het binnenlandse

bancaire bedrijf van de vijf grootste banken in de periode van tien jaar sinds het begin van de jaren negentig gestegen van rond 50% tot 60%. De toegenomen betrokkenheid van de grootste banken bij het consolidatieproces heeft geleid tot versnelde structurele veranderingen, waarbij de concentratiegraad sinds 1997 belangrijk is gestegen. Tussen de landen zijn er echter nog steeds aanzienlijke verschillen. In de Scandinavische landen is het aandeel van de vijf grootste banken 70%-90%, terwijl in Duitsland, waar het bankwezen het meest is gespreid, dit aandeel rond 20% ligt. Ook binnen het effectenbankwezen is de consolidatiegraad toegenomen. Binnen de EU hebben de grote banken de afgelopen jaren op dit terrein aanzienlijke bedragen geïnvesteerd om te kunnen voldoen aan de sterk gestegen vraag naar effectendiensten als gevolg van de uitbreiding van de Europese kapitaalmarkten. Het toegenomen belang van deze diensten blijkt ook uit de inkomensstructuur van de banken binnen de EU. In 2000 bedroeg het niet uit rentebaten bestaande inkomen, waarvoor effectendiensten een belangrijke bron vormen, 52% van de totale netto baten (tegen minder dan 30% in 1996). Op dit terrein wordt de consolidatietendens ingegeven door de wens op mondiaal niveau een rol te spelen en een breed scala aan diensten aan te bieden. Binnen deze sector doet zich in toenemende mate een polarisering voor, aangezien de middelgrote effectenbanken voor de keus zijn gesteld hetzij zich te ontwikkelen tot gespecialiseerde instellingen, hetzij aansluiting te zoeken met andere instellingen, hetzij zich uit de sector terug te trekken. Deze tendens is nog versterkt door het slechte ondernemingsklimaat als gevolg van de scherpe beurscorrectie sinds de tweede helft van 2000. In de loop van 2001 heeft een aanzienlijke teruggang op de primaire kapitaalmarkt, met name bij de uitgifte van aandelen, geleid tot een belangrijke daling van de inkomsten uit effectendiensten.

De tweede tendens is het internationalisatieproces, dat zich zowel binnen als buiten de EU voordoet. Dit proces lijkt verband te houden met toenemende binnenlandse concurrentie en gunstiger groeivoorzichten op buitenlandse markten. Vele banken hebben er de

voorkeur aan gegeven uitbreiding te zoeken in naburige landen dan wel in landen waarmee een taal- en cultuurband bestaat, waardoor “regionale” bancaire activiteiten tot ontwikkeling zijn gebracht. Zo hebben Griekse banken uitbreiding gezocht op de Balkan, hebben Scandinavische banken zich uitgebreid naar Finland en de Baltische staten, en hebben Spaanse banken expansie gezocht in Latijns Amerika. Banken in Midden- en Oost-Europa zijn gewilde overnamekandidaten geweest voor banken uit Oostenrijk, België, Frankrijk, Nederland en Italië. Alleen al binnen de EU hebben verschillende belangrijke grensoverschrijdende transacties plaatsgevonden, die hebben geleid tot een hoger buitenlands aandeel in het bankwezen in vele landen. Het toegenomen belang van grensoverschrijdende fusies en overnames blijkt ook uit geaggregeerde gegevens (zie Tabel 16).

Ten derde worden in vele landen financiële conglomeraten gevormd. Dit wordt duidelijk uit het grote aandeel van fusies en overnames tussen instellingen uit verschillende sectoren binnen het totaal van fusies en overnames waarbij banken uit de EU betrokken zijn geweest (zie Tabel 16). De traditionele vorm van conglomeraatvorming omvat de vorming van concerns die zowel banken als verzekeringmaatschappijen omvatten. Deze tendens

is gestimuleerd door de hervormingen van de nationale pensioenstelsels, waarbij de beleggingsmogelijkheden van pensioenfondsen zijn uitgebreid, en door grotere mogelijkheden voor synergie bij de distributie van verschillende financiële producten. Distributie-overeenkomsten, waarbij gewoonlijk gebruik wordt gemaakt van het kantorennet van banken, vormen een alternatief voor het aangaan van zeggenschapsverhoudingen. Voor banken vormt dit een mogelijkheid om een deel van de kosten van hun uitgebreide kantorennet terug te verdienen. Recentelijk hebben zich in toenemende mate fusies voorgedaan tussen banken en effecteninstellingen, om aldus te kunnen profiteren van de zich ontwikkelende kapitaalmarkten.

Ten vierde resulteert de vervaging van de traditionele grenzen tussen bankieren, verzekeren en vermogensbeheer in steeds meer “hybride” financiële producten, zoals verzekeringscontracten waarbij het rendement gekoppeld is aan dat van participaties in beleggingsfondsen. Ten behoeve van hun bedrijfscliënten hebben de banken hun traditionele rol als kredietverstrekkers uitgebreid met diensten zoals uitgiftegaranties, advisering en bedrijfsherstructurering. Hoewel een vaste relatie tussen bank en cliënt nog steeds in alle landen belangrijk wordt gevonden, verhindert

Tabel 16

Fusie- en overnameactiviteiten van banken in de EU

	1990–1997	1998–2001	1990–2001
Totale waarde (USD miljard)	201.739	333.664	535.404
<i>(in procenten van het totaal)</i>	38	62	100
<i>waarvan (in procenten)</i>			
<i>Binnenlands/binnen sector</i>	61	66	64
<i>Binnenlands/sectoroverschrijdend</i>	17	14	15
<i>Grensoverschrijdend/binnen sector</i>	8	13	12
<i>Grensoverschrijdend/sectoroverschrijdend</i>	14	7	9
Gemiddelde grootte (USD miljoen)	412,6	1.174,9	729,8
<i>Binnenlands/binnen sector</i>	475,8	1.345,9	861,6
<i>Binnenlands/sectoroverschrijdend</i>	310,5	1.131,1	549,1
<i>Grensoverschrijdend/binnen sector</i>	246,9	1.064,2	606,5
<i>Grensoverschrijdend/sectoroverschrijdend</i>	58,1	605,0	570,4

Bron: Thomson Financial Securities Services.

Toelichting: De classificatie “binnenlands/grensoverschrijdend” wordt bepaald aan de hand van de juridische vestiging van de doelonderneming. Met “sectoroverschrijdend” wordt bedoeld transacties tussen banken en niet-bancaire financiële ondernemingen. De gegevens hebben betrekking op alle transacties waarbij grote en middelgrote ondernemingen zijn betrokken (definitie van Thomson).

dit niet dat de internationale concurrentiesteeds sterker wordt. Zo zijn bedrijven al begonnen met het uitschrijven van aanbestedingen onder internationale banken en met het inschakelen van verschillende banken voor specifieke transacties.

Tenslotte worden door de banken in toenemende mate alternatieve distributiekanaalen gebruikt om kosten te besparen en nieuwe cliënten te bereiken. Hoewel kantoren nog steeds het belangrijkste kanaal vormen, maken banken in toenemende mate gebruik van onafhankelijke tussenpersonen of systemen van "franchising". Internet biedt de mogelijkheid om de contacten tussen banken en hun cliënten fundamenteel te wijzigen. In de meeste landen van de EU ontwikkelen de banken echter een strategie gericht op het gebruik van meerdere kanalen, waarbij het traditionele kantorennet wordt gecombineerd met internet. Tot nu toe wordt internet het meest toegepast bij de effectenhandel en andere met het depositobedrijf samenhangende, gestandaardiseerde diensten. Binnen de EU is het bankieren via internet hoofdzakelijk door bestaande banken ontwikkeld; er zijn slechts enkele banken die alleen via internet werken en hun marktaandeel is zeer gering.

Rentabiliteit en risico's

In de loop van 2001 is het klimaat waarin de banken hun activiteiten ontplooiden verslechterd naarmate de macro-economische groei vertraagde, zowel mondiaal als binnen de EU, de beurskoersen terugliepen en de volatiliteit op de financiële markten toenam. De macro-prudentiële analyse van de door het bankwezen gelopen risico's werd geïntensiveerd, met name na de terreuraanslagen van 11 september in de Verenigde Staten.

De door het bankwezen gelopen risico's zijn toegenomen, ook al vóór de gebeurtenissen in de Verenigde Staten, vanwege de toegenomen schuldenlast van de bancaire debiteuren en de toegenomen kwetsbaarheid van bepaalde belangrijke sectoren en debiteurlanden.

Wat de risico's van het bankwezen ten opzichte van de verschillende sectoren betreft, vond in de sectoren telecommunicatie, media en technologie (TMT) een sterke stijging van de schuldenlast plaats, in hoofdzaak voor de verwerving van licenties en voor andere investeringen met betrekking tot de nieuwe, derde-generatie mobiele netwerken. In de EU verloren deze sectoren in een tijdsbestek van een jaar meer dan 50% van hun beurswaarde sedert het hoogtepunt in het voorjaar van 2000. Hoewel het marktsentiment ten opzichte van de TMT-sectoren tegen het einde van 2001 een verbetering vertoonde, bleef de kwetsbaarheid aanzienlijk. Dit was onder meer het gevolg van de toenemende bereidheid van overheden om de hoge kosten verbonden aan de bouw van de derde-generatie infrastructuur te reduceren. Enkele sectorale risico's werden verder geaccentueerd als gevolg van de terreuraanslagen in de Verenigde Staten; dit was met name het geval voor die sectoren (luchtvaart, toerisme en het verzekeringswezen) die rechtstreeks werden getroffen door deze aanslagen. Al met al werden risico's van de banken ten opzichte van deze sectoren in het algemeen niet overmatig groot en nog beheersbaar geacht.

Ten tweede was, voor wat betreft het door de banken gelopen landenrisico, de economische situatie in enkele opkomende markteconomieën al vóór de gebeurtenissen in de Verenigde Staten verslechterd, zodat de teruggang daardoor verder werd geaccentueerd. In Azië lag met name een sterke daling van de uitvoer in de IT-sector ten grondslag aan de economische vertraging. De situatie in Latijns Amerika verslechterde in belangrijke mate als gevolg van de verzwakking van de Amerikaanse economie en de financiële crisis in Argentinië. In de loop van het jaar, en in tegenstelling tot voorgaande perioden van financiële instabiliteit in opkomende markten, ontkoppelden internationale beleggers de specifieke met Argentinië gepaard gaande risico's van die in andere Latijns-Amerikaanse landen. De besmettingseffecten op Brazilië namen met name in het laatste kwartaal van 2000 aanzienlijk af, ook al bleef de situatie in Argentinië verslechteren. Een vergelijkbaar oordeel kan

worden geveld over Turkije, waar de financiële instabiliteit, hoewel nog steeds een bron van zorg, niet op grote schaal oversloeg naar andere landen. Met uitzondering van Rusland, verslechterden de vooruitzichten voor de economische groei ook in een aantal landen in Midden- en Oost-Europa. Het door de banken binnen de EU gelopen risico ten opzichte van de opkomende markteconomieën uit hoofde van kredietverlening nam in het algemeen in 2001 toe, maar bleef in de meeste gevallen in verhouding tot het eigen vermogen van de banken betrekkelijk beperkt.

Ten derde vertoonde, voor wat betreft de rentabiliteit van het bankwezen, in 2001 de

nettowinst van de banken binnen de EU een daling, na een teruggang van de baten uit effectendiensten, een van de belangrijkste pijlers onder de recordwinsten van 2000, en de verslechtering van de macro-economische omstandigheden. In dit kader lijkt de starheid van de kostenstructuur van de banken het moeilijk te hebben gemaakt de rentabiliteit te handhaven. Al met al vertoonden de winstvooruitzichten in de loop van 2001 een verslechtering. De positieve resultaten van de meeste banken in de voorgaande jaren en de beschikbare vermogensbuffers werden echter voldoende geacht werden om aan de verslechtering van de externe verhoudingen tegenwicht te bieden.

3 Bancaire en financiële regelgeving

De herziening van het kapitaalakkoord voor banken was wederom het belangrijkste onderwerp op het terrein van de *bancaire regelgeving* op het internationale niveau. Het Bazelse Comité van Toezichthouders heeft besloten het tijdschema voor de voltooiing en tenuitvoerlegging van het nieuwe kapitaalakkoord aan te passen, onder meer om de talrijke en uitgebreide commentaren die gedurende en na de tweede, in januari 2001 begonnen consultatieronde zijn ontvangen, grondig te kunnen bestuderen. In de loop van 2001 heeft het Comité de belangrijkste elementen van de drie-pijlerstructuur van het voorgestelde kader, te weten minimumvermogens-eisen, toetsing door de toezichthouder en marktdiscipline, verder verfijnd om zo tot een allesomvattend stelsel van regels te komen. Daarnaast is de ijking van de absolute vermogens-eisen verder verbeterd, onder meer op grond van de uitkomsten van gerichte studies over de invloed hiervan. Bovendien is extra aandacht besteed aan de macro-prudentiële aspecten als gevolg van de mogelijke procyclische kenmerken van het nieuwe akkoord.

In de EU is werk verricht, parallel aan dat van het Bazelse Comité, voor de hervorming van de vermogens-eisen voor banken en beleggingsinstellingen. In maart 2001 heeft de Euro-

pese Commissie het tweede consultatieve document gepubliceerd, gericht op die onderwerpen die van bijzonder belang zijn voor de EU, zoals de behandeling van kleine en middelgrote banken en van beleggingsinstellingen; daarbij is een aantal specifieke oplossingen voorgesteld. Gezien de behoefte aan flexibiliteit bij het besluitvormingsproces om doelmatig te kunnen inspelen op ontwikkelingen binnen de financiële dienstverlening en de financiële markten, wordt een nieuwe procedure voorgesteld voor het aanpassen van de komende richtlijn, gebaseerd op een onderscheid tussen de kernelementen – waarvoor de normale, gezamenlijke besluitvormingsprocedure van kracht is – en de technische bepalingen – die kunnen worden aangepast volgens de “comitologie”-procedure.

In juni 2001 heeft de ECB, die als waarnemer aan zowel het Bazelse Comité van Toezichthouders als het Raadgevend Comité voor het bankwezen (het EU-gremium dat de Europese Commissie bijstaat bij de voorbereiding van de nieuwe Communautaire bankwetgeving) deelneemt, haar commentaar geleverd op de door het Bazelse Comité³ en de Europese Commissie uitgegeven consultatieve documenten. De ECB steunde de algemene teneur van de voorgestelde hervorming van de regelgeving op grond van het feit dat deze bijdraagt

aan het versterken van de financiële stabiliteit. De belangrijkste opmerkingen van de ECB hadden betrekking op: (i) de mogelijke procyclische effecten van het nieuwe akkoord, (ii) de behoefte aan voldoende prikkels bij de keuze van de meest passende benadering (te weten gestandaardiseerde benadering, basisbenadering op grond van interne “ratings” en geavanceerde benadering op grond van interne “ratings”), (iii) de doelmatige samenwerking tussen de drie pijlers en de behoefte aan toezichtconvergentie bij de tenuitvoerlegging van het nieuwe regelgevende kader, en (iv) het juiste evenwicht tussen precisie en complexiteit. Wat de voor de EU specifieke aangelegenheden betreft, steunde de ECB een billijke en prudente behandeling van zowel kleine en middelgrote banken als beleggingsinstellingen om aldus te waarborgen dat de vermogensprofielen sporen met hun specifieke risicoprofielen. De ECB juichte tevens de voorgestelde flexibiliteit van het wetgevingsproces toe.

Een ander actueel onderwerp binnen de internationale discussies is dat van “fair value accounting” (FVA) na de publicatie in december 2000 van het consultatieve document „Draft standard and basis for conclusions – financial instruments and similar items” door de Financial Instruments Joint Working Group of Standard Setters. Hierin wordt voorgesteld FVA te gebruiken als grondslag voor de waardering van alle financiële instrumenten. In haar bijdrage aan het consultatieproces heeft de ECB haar bedenkingen tot uitdrukking gebracht over de vraag of volledige toepassing van FVA voor het bankwezen gewenst is, met name ten aanzien van de beleggingsportefeuille van banken.⁴

Op het terrein van de financiële regelgeving is in 2001 voortgegaan met de tenuitvoerlegging van het actieplan voor de financiële dienstverlening, dat ertoe strekt de verdere integratie van de financiële markten in de EU te bevorderen en tegelijkertijd bescherming te bieden aan beleggers alsmede de stabiliteit van de financiële sector te waarborgen. In dit kader heeft de Commissie in 2001 een voorstel gedaan voor een richtlijn omtrent financi-

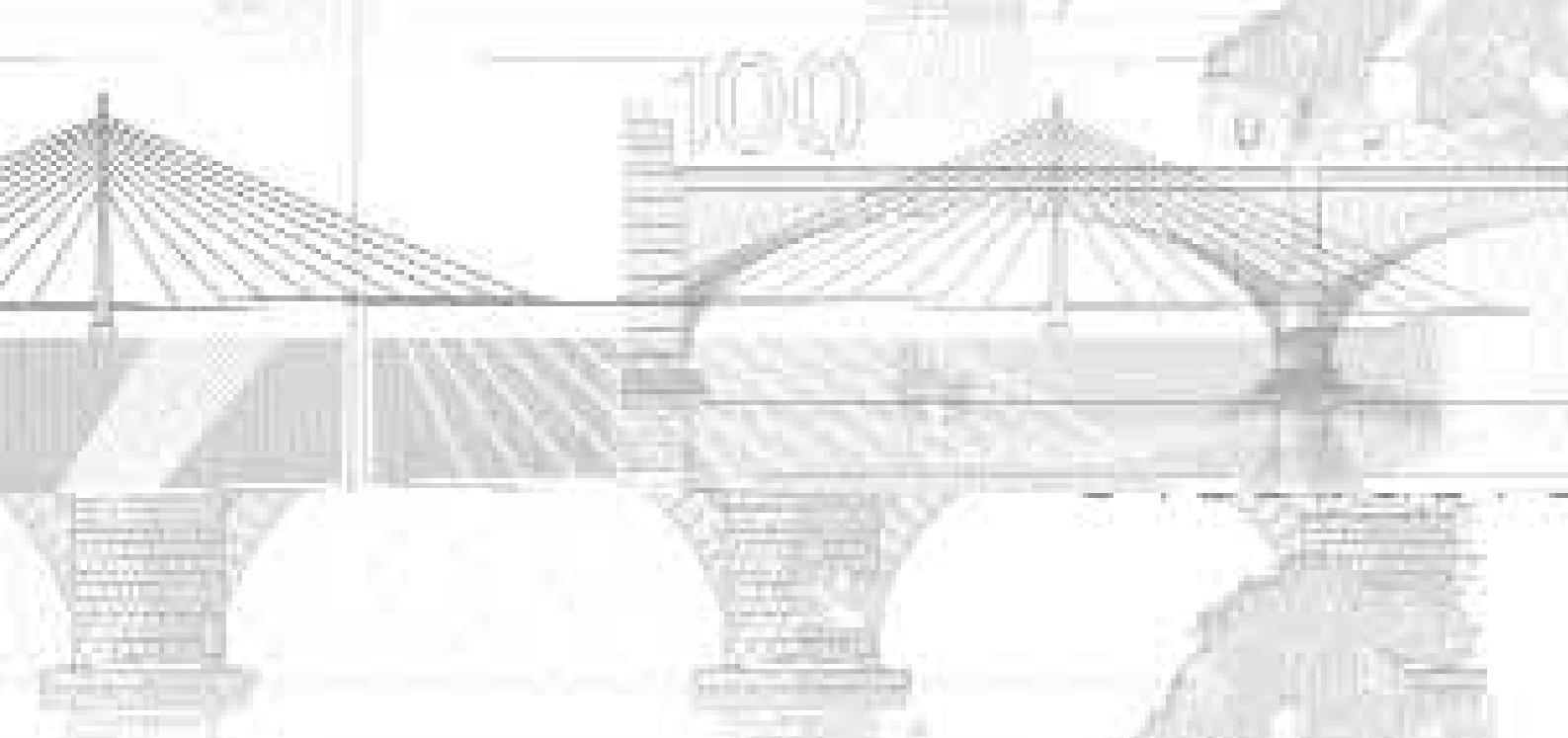
ële conglomeraten, dat erin voorziet op het conglomeraatsniveau bedrijfseconomische eisen te stellen en een hoge mate van coördinatie te bereiken tussen de bevoegde toezichthoudende autoriteiten. In haar advies daaromtrent⁵ heeft de ECB enkele verbeteringen voorgesteld met betrekking tot de reikwijdte van de richtlijn, de doorzichtigheid en de helderheid van de toezichtregelingen en een passende verdeling van taken en bevoegdheden tussen de betrokken autoriteiten, met name ten aanzien van de “coördinator” voor aanvullend toezicht.

De gebeurtenissen van 11 september en de invloed daarvan op de financiële stabiliteit hebben in de internationale discussie omtrent de financiële regelgeving hoge prioriteit gekregen, evenals de daarmee verband houdende zorg omtrent het mogelijke misbruik van het financiële stelsel voor de financiering van het terrorisme. De Raad van Bestuur van de ECB heeft zijn volledige steun gegeven aan de na deze gebeurtenissen genomen maatregelen om te voorkomen dat het financiële stelsel wordt gebruikt voor het financieren van terroristische activiteiten. Op mondiaal niveau werd de rol van de Financial Action Task Force on Money Laundering – waaraan de ECB als waarnemer deelneemt – versterkt door het mandaat uit te breiden tot de bestrijding van de financiering van het terrorisme. In de EU zal de in december 2001 bereikte definitieve overeenstemming omtrent de aanpassing van de anti-witwasrichtlijn leiden tot een aanzienlijke versterking van deze Richtlijn. De concept-richtlijn omtrent handelen met voorkennis en marktmanipulatie, die in 2001 is voorgelegd, zal naar verwachting ook een nuttige bijdrage leveren aan het bestrijden van misbruik van de financiële markten. In haar advies daaromtrent heeft de ECB de nadruk gelegd op de noodzaak van versterkte samenwerking tussen toezichthouders en convergentie van methoden van toezicht.

³ Zie Europese Centrale Bank ‘The New Basel Capital Accord. Comments of the European Central Bank’ juni 2001.

⁴ Zie Europese Centrale Bank ‘Fair value accounting in the banking sector’ november 2001.

⁵ Zie Europese Centrale Bank ‘Legal documents’.



Finland: **Training van baliepersoneel bij Suomen Pankki, de Finse centrale bank in Helsinki.**

Hoofdstuk IX

Het statistische kader

I Inleiding

Evenals in 2000 waren de statistische werkzaamheden van de ECB in 2001 erop gericht continuïteit te waarborgen in de ontvangst en verwerking van de informatie die de functies van het Eurosysteem moet ondersteunen en in de tijdige verspreiding daarvan vergezeld van goede ondersteunende documentatie en met inachtneming van hoge kwaliteitsnormen.

Veel van deze werkzaamheden werden ten uitvoer gelegd in nauwe samenwerking met de nationale centrale banken, die de gegevens van de rapporterende instellingen verzamelen, de aggregaten op nationaal niveau samenstellen en deze doorgeven aan de ECB, die op haar beurt de aggregaten voor het eurogebied berekent. Daarnaast zijn zowel de nationale centrale banken (en andere nationale autoriteiten) als de ECB zeer nauw betrokken geweest bij het ontwerpen en ontwikkelen van statistieken, alsook bij de voorbereiding van rechtsinstrumenten voor de ECB in het kader van de Verordening van de Raad (EG) Nr. 2533/98 inzake het verzamelen van statistische informatie door de ECB. In de Statuten van het ESCB wordt ook als vereiste gesteld dat de ECB samenwerkt met de instellingen van de Gemeenschap en met internationale organisaties. Het kader voor de statistische werkzaamheden van het ESCB is vastgelegd in het van mei 2000 daterende

document getiteld "Door het ESCB verzamelde en samengestelde statistische gegevens". Dit document bestrijkt de monetaire, bancaire en aanverwante statistieken, de statistieken met betrekking tot de betalingsbalans, de internationale investeringspositie, de financiële rekeningen en de overheidsfinanciën. Op Europees niveau voorziet de Europese Commissie in de informatiebehoefte aangaande prijzen en kosten, nationale rekeningen, de arbeidsmarkt, overheidsontvangsten en -uitgaven, korte-termijnindicatoren van productie en vraag en enquêtes onder producenten en consumenten, waarvoor voornamelijk nationale instanties op het terrein van statistische informatie verantwoordelijk zijn. Als actief gebruiker van deze statistische informatie houdt de ECB de ontwikkeling daarvan nauwlettend in de gaten.

De ECB streeft ernaar om, met inachtneming van haar verplichtingen op het terrein van de statistische informatie, betrouwbare en uitvoerige statistieken van een hoge kwaliteit samen te stellen en wel op zodanige wijze dat de rapportageverplichtingen van de instellingen minimaal blijven. De ECB maakt daarbij waar mogelijk gebruik van bestaande statistieken.

2 Monetaire en bancaire statistieken en statistieken omtrent financiële markten

De monetaire financiële instellingen (MFI's) rapporteren op maand- en kwartaalbasis balansgegevens. De lijst van MFI's, die maandelijks wordt geactualiseerd, wordt gepubliceerd op de website van de ECB. Het is name-lijk van belang dat binnen het eurogebied en binnen de Europese Unie steeds dezelfde definitie van MFI wordt toegepast.

In november 2001 verleende de Raad van Bestuur van de ECB zijn goedkeuring aan een nieuwe ECB-Verordening inzake de geconsolideerde balans van de MFI-sector

(ECB/2001/13). Deze komt in de plaats van Verordening ECB/1998/16 zoals gewijzigd in augustus 2000 en voorziet in belangrijke verbeteringen van de statistieken met betrekking tot de genoemde balans. Tot de nieuwe statistische rapportagevereisten behoren de maandelijkse samenstelling van gedetailleerde, naar sector uitgesplitste, onder M3 vallende deposito's en van leningen, alsook het aanbrengen van dienovereenkomstige herwaarderingcorrecties voor de berekening van stroomgegevens van MFI-leningen en effectenportefeuilles. Verder is inbegrepen het

rapporteren van een kwartaaloverzicht van door MFI's aangehouden aandelen uitgesplitst naar subsector. De nieuwe vereisten ten aanzien van statistische rapportage werden onderworpen aan een formele rapportage-procedure om het voordeel van extra gegevens voor de monetaire-beleidsanalyse en andere analysedoeleinden af te wegen tegen de kosten verbonden aan het realiseren van deze vereisten. De volgens de nieuwe verordening verkregen gegevens zullen eerst begin 2003 worden gerapporteerd.

In de loop van 2001 werd het M3-aggregaat bijgesteld op basis van nieuw beschikbaar gekomen informatie over door niet-ingezetenen van het eurogebied aangehouden verhandelbare instrumenten. Door beleggers buiten het eurogebied aangehouden aandelen/participaties in geldmarktfondsen zijn sinds mei 2001 niet inbegrepen in M3. Met ingang van de publicatie van de monetaire statistieken voor oktober 2001 wordt M3 ook gecorrigeerd voor door niet-ingezetenen van het eurogebied aangehouden kortlopend schuld papier (door MFI's in het eurogebied uitgegeven schuldbewijzen en geldmarktpapier met een oorspronkelijke looptijd tot twee jaar). Dit betekent dat met ingang van oktober 2001 M3 wordt gecorrigeerd voor alle door niet-ingezetenen van het eurogebied aangehouden verhandelbare monetaire instrumenten. Tijdreeksen voor voorgaande perioden zijn beschikbaar vanaf het begin van de Monetaire Unie, in januari 1999. Door deze correcties komt de maatstaf van M3 aanzienlijk dichter te liggen bij de oorspronkelijk door de ECB gehanteerde definitie van dit aggregaat, die alleen door ingezetenen van het eurogebied aangehouden monetaire activa omvat.

Er werden in 2001 enkele belangrijke vernieuwingen ingevoerd met betrekking tot de publicatie van M3-cijfers. Ten eerste worden met ingang van juli 2001 de publicatiedata voor de maandelijkse monetaire statistieken van de ECB op doorlopende basis steeds voor de volgende vier maanden bekendgemaakt. Verder wordt sinds diezelfde maand de jaartijding voor de chartale geldomloop, girale deposito's, M1, overige kortlopende deposi-

to's, (M2-M1), M2, verhandelbare instrumenten (M3-M2) en M3, berekend op grond van voor seizoens- en maandultimo-invloeden gecorrigeerde gegevens. De door deze procedure verkregen jaartijdingen geven een accurater beeld van de onderliggende tendensen dan die welke gebaseerd zijn op ongecorrigeerde gegevens. Toen de monetaire statistieken voor de eerste maal werden gepubliceerd, waren er nog geen voldoende betrouwbare en stabiele voor seizoen gecorrigeerde gegevens beschikbaar. Bovendien worden voor het eurogebied samengestelde statistieken met betrekking tot elektronisch geld, de nationale uitsplitsing van de geaggregeerde balans van de subsector "overige MFI's" en de afleiding van gegevens over M3-stromen tegenwoordig regelmatig op de website van de ECB gepubliceerd.

Sinds 1999 worden maandelijks in het Maandbericht van de ECB tien bancaire rentetarieven gepubliceerd, die volgens een korte-termijnbenadering gebaseerd zijn op bestaande nationale bronnen. Hoewel dankzij de beschikbaarheid van deze bancaire rentetarieven reeds bij de start van de Monetaire Unie een minimale statistiek omtrent de bancaire rente voorhanden was voor monetaire-beleidsdoeleinden, zijn de onderliggende gegevens niet geharmoniseerd en is bij gebruik van de resultaten behoedzaamheid geboden. De ontwikkeling van nieuwe statistieken omtrent de rentetarieven werd in 2001 voortgezet en in december 2001 volgde de vaststelling van Verordening ECB/2001/18. Deze verordening voorziet in de introductie van uitgebreide, nieuwe geharmoniseerde en uitvoerige statistieken met betrekking tot door de MFI-sector gehanteerde debet- en creditrentetarieven, waarmee ook de effecten van financiële innovatie worden ondervangen. De statistieken betreffen slechts die rentetarieven welke voor in euro luidende deposito's van en leningen aan in het eurogebied gevestigde huishoudens en niet-financiële ondernemingen. Hiermee zal worden tegemoetgekomen aan een reeds lang bestaande en wezenlijke behoefte van de kant van de gebruiker aan betere gegevens over rentetarieven, onder meer ter ondersteuning

van de analyse van monetaire ontwikkelingen en het monetaire-transmissiemechanisme. De Verordening bepaalt dat de ECB op de negentiende werkdag na afloop van de referentiemaand 45 indicatoren tot haar beschikking heeft en voorziet in de rapportage van maandelijkse rentegegevens ten aanzien van nieuwe en bestaande uitzettingen en deposito's. Het besluit was ook op dit terrein gebaseerd op een kosten- en batenanalyse. De eerste gegevens zullen begin 2003 beschikbaar komen.

In februari 2001 werden de statistieken omtrent effectenemissies aanzienlijk uitgebreid met de publicatie op de ECB-website van maandgegevens die terugvoerden tot januari 1990 (december 1989 voor standen) voor standen (uitstaande bedragen) en stromen (bruto uitgifte, aflossingen en netto uitgifte).

3 Betalingsbalans, internationale reserves en internationale investeringspositie, en effectieve wisselkoersen

De samenstelling en publicatie van gegevens met betrekking tot het eurogebied over de betalingsbalans op maand- en kwartaalbasis en over de netto internationale investeringspositie op jaarbasis en de internationale reservepositie van het Eurosysteem op maandbasis is in 2001 goed verlopen. Er zijn werkzaamheden verricht ter verbetering van het verzamelen van gegevens over het effectenverkeer; een belangrijke en complexe post. Verwacht wordt dat in 2002 hiermee verdere resultaten worden geboekt alsook met betrekking tot het verzamelen van gegevens over directe investeringen (onderwerp van veel samenwerking in 2001) en het registreren van inkomen uit kapitaal. Daarnaast zijn er werkzaamheden verricht om te komen tot een standaard geografische uitsplitsing van de betalingsbalans en de statistieken met betrekking tot de investeringspositie. Verdere stappen zijn genomen om de uitsplitsing van de betalingsbalans naar sector te verbeteren, met name die tussen de MFI-sector en de overige sectoren, ter bevordering van de consistentie tussen monetaire aggregaten en gegevens over de betalingsbalans. De ECB heeft in samenwerking met de Europese Commissie (Eurostat) en samenstellers van nationale

betalingsbalansen gewerkt aan de ontwikkeling van criteria voor de beoordeling van de kwaliteit van betalingsbalans- en aanverwante statistieken. De ECB heeft tevens deelgenomen aan de binnen de Europese Unie gevoerde discussie over de mogelijkheid in te voeren wijziging van de systemen voor betalingsbalansstatistieken, tot op zekere hoogte als gevolg van de totstandkoming van de Economische en Monetaire Unie.

De voor seizoen gecorrigeerde cijfers van de lopende rekening op de betalingsbalans van het eurogebied werden in juli 2001 voor het eerst gepubliceerd.

In november 2001 is een herziene versie van de jaarlijkse publicatie *European Union balance of payments/international investment position statistical methods* verschenen. Deze publicatie biedt informatie over de statistische methodieken die in de lidstaten worden gebruikt bij het samenstellen van statistieken omtrent de betalingsbalans en de internationale investeringspositie en vergroot als zodanig de inzichtelijkheid van de samenstelling van statistieken voor het eurogebied.

4 Financiële rekeningen en statistieken omtrent de overheidsfinanciën

In mei 2001 werden voor de eerste maal kwartaalgegevens met betrekking tot de financiële rekeningen van de niet-financiële sectoren van het eurogebied gepubliceerd. De nieuwe statistieken omvatten de beleggings- en financieringsgegevens voor huishoudens, niet-financiële ondernemingen en overheden in het eurogebied, en tonen zowel de transacties als het per instrument uitstaande bedrag. De gegevens zijn ontleend aan monetaire en bancaire statistieken en statistische informatie over effectenemissies, overheidsfinanciering en nationale financiële rekeningen op kwartaalbasis en internationale bancaire statistieken van de BIB, te beginnen bij het vierde kwartaal van 1997.

De ECB blijft gegevens op jaarbasis over overheidsontvangsten en -uitgaven in het eurogebied publiceren. In de loop van 2001 kwamen kwartaalgegevens beschikbaar krachtens Commissieverordening (EG) nr. 264/400, inzake belastingen en sociale-verzekeringpremies aan de ontvangstenkant en sociale voorzieningen aan de uitgavenkant. Met de tenuitvoerlegging van de thans nog in voorbereiding zijnde Gemeenschapswetgeving ten aanzien van statistische informatie, zal zijn voorzien in volledige rapportage op kwartaalbasis van de niet-financiële transacties van de overheidssector alsook van kwartaalgegevens over financiële transacties van de overheidssector en de desbetreffende uitstaande bedragen, welke uitgebreider zullen zijn dan wat reeds uit andere gegevensbronnen beschikbaar is.

5 Algemene economische statistieken

Algemene economische statistieken omtrent prijzen en kosten, nationale rekeningen, arbeidsmarkten en een breed scala aan andere economische gegevens ondersteunen de tweede pijler van de monetaire-beleidsstrategie van de ECB. De ECB en de Europese Commissie (die hoofdzakelijk verantwoordelijk is voor deze statistieken op Europees niveau) hebben nauw samengewerkt bij het toezicht op de invoering van het in september 2000 aan de Ecofin-raad voorgelegde *Action Plan on EMU Statistical Requirements*. Dit plan omvat tien rechtsinstrumenten, waarvan er drie, te weten op het terrein van conjunctuurstatistieken, in 2001 zijn vastgesteld.

In een in november 2001 door de Ecofin-raad vastgesteld en gepubliceerd voortgangsrapport staat een reeks acties opgesomd die zelfs na de invoering van het huidige actieplan nog uitgevoerd moeten worden. Met name ten aanzien van de beschikbaarheid en tijdigheid van de belangrijkste indicatoren zijn verdere verbeteringen benodigd. Het rapport benadrukte ook de noodzaak van een bredere statistische grondslag voor de dienstensector, een beter evenwicht tussen de beschikbaarheid, de gedetailleerdheid en de kwaliteit van de statistische gegevens, en van de verzameling van gegevens om een snelle samenstelling van Europese aggregaten mogelijk te maken.

6 Griekenland in de statistieken voor het eurogebied

De verwerking van statistische gegevens met betrekking tot Griekenland in de statistieken omtrent het eurogebied verliep over het algemeen soepel. De uitbreiding van het eurogebied met Griekenland met ingang van 1 januari 2001 had twee belangrijke gevolgen voor de statistische rapportage. Ten eerste werden

vanaf die datum ingezetenen van Griekenland gerekend tot de ingezetenen van het eurogebied. Ten tweede, werd de Griekse drachme een nationale uitdrukking van de euro. Bezien vanuit de statistische invalshoek, betekende dat een wijziging in de samenstelling van de landen die tot post "de rest van de wereld"

worden gerekend en van de valuta's die begrepen worden onder de post "vreemde valuta's". Dit had op zijn beurt weer gevolgen voor alle monetaire, financiële en andere economische statistieken voor het eurogebied als geheel.

De voorbereiding van de statistieken op de uitbreiding van het eurogebied werd gecoördineerd door de Europese Commissie, ter bewaking van, waar nodig, de consistentie op alle statistische terreinen. Alle wijzigingen werden doorgevoerd in "Statistieken voor het eurogebied" van het Maandbericht zodra gegevens met betrekking tot 2001 beschikbaar kwamen. Monetaire-beleidsstatistieken

en gegevens over monetaire ontwikkelingen, financiële markten, effectenemissies, rentetarieven en consumentenprijzen voor het uitgebreide eurogebied kwamen het eerst beschikbaar. Betalingsbalansgegevens alsook statistieken over de reële economie voor het uitgebreide eurogebied volgden, overeenkomstig het gebruikelijke publicatieschema, later. Bovendien werden met het oog op de analyse van bepaalde economische indicatoren tijdreeksen voor de voorgaande periode tot eind 2000 samengesteld voor het eurogebied plus Griekenland. Deze reeksen werden opgenomen in "Statistieken voor het eurogebied" van het Maandbericht.

7 Samenwerking met de Europese Commissie en internationale instellingen

Op Europees niveau werkte de overeengekomen verdeling van de statistische verantwoordelijkheden tussen de ECB en de Europese Commissie (Eurostat) in 2001 evenals in

voorgaande jaren naar tevredenheid. De ECB onderhoudt tevens nauwe contacten met de BIB, het IMF en de OESO ten aanzien van statistische aangelegenheden.

8 Statistieken met betrekking tot niet-deelnemende lidstaten en kandidaat-lidstaten

Bij alle lidstaten van de EU is er sterk op aangedrongen de noodzakelijke statistische voorbereidingen te treffen voor deelname aan de derde fase van de EMU.

Evenals in voorgaande jaren heeft het Euro-systeem op uitgebreide schaal technische assistentie verleend aan de centrale banken van de landen die ernaar streven tot de EU toe te treden, de kandidaat-lidstaten, om die banken voor te bereiden op hun toekomstige integratie in het ESCB en, later, in het Euro-systeem (zie ook Hoofdstuk V, voor een meer uitgebreid overzicht van de betrekkingen tussen de ECB en de kandidaat-lidstaten). Deze technische assistentie strekt er voornamelijk

toe deze landen te helpen bij de invoering van de systemen voor het verzamelen, samenstellen en uitwisselen van gegevens die hen te zijner tijd in staat moeten stellen aan de statistische vereisten van de ECB te voldoen en aldus bij te dragen aan op de juiste wijze opgezette (geaggregeerde en geconsolideerde) statistieken voor het eurogebied. Om de doelgroep vertrouwd te maken met de door de ECB gehanteerde begrippen en methodieken, heeft de ECB een "Voorlopige lijst van MFI's van de kandidaat-lidstaten" en een methodologisch handboek voor monetaire en bancaire statistieken gepubliceerd en, begin 2002, een handboek voor betalingsbalansstatistieken.



Ierland: **Ierse studenten verkleed als eurobankbiljetten en -munten in een winkelcentrum in Dublin.**

Hoofdstuk X

Overige taken en werkzaamheden

I Adviesfuncties

Krachtens artikel 105, lid 4, van het Verdrag en artikel 4 van de Statuten van het ESCB moet de ECB door de desbetreffende instellingen van de Gemeenschap en de bevoegde nationale autoriteiten¹ worden geraadpleegd over voorgenomen communautaire respectievelijk nationale wetgeving op de gebieden die onder de bevoegdheid van de ECB vallen.

De grenzen en voorwaarden voor raadplegingen van de ECB omtrent door nationale autoriteiten voorgenomen wetgeving zijn vastgelegd in Beschikking 98/415/EG van de Raad van 29 juni 1998. In artikel 2, lid 1 en lid 2, van deze Beschikking wordt vermeld op welke specifieke terreinen de ECB moet worden geraadpleegd, te weten met betrekking tot voorgenomen wetgeving ter zake van:

- monetaire aangelegenheden;
- betaalmiddelen;
- nationale centrale banken;
- het verzamelen, opmaken en verspreiden van statistieken op monetair en financieel gebied en betreffende het bankwezen, betalingssystemen en de betalingsbalans;
- betalings- en afwikkelingsystemen;
- voorschriften voor financiële instellingen, voorzover die wezenlijk van invloed zijn op

de stabiliteit van de financiële instellingen en markten.

Daarnaast moet de ECB door de autoriteiten van de niet aan het eurogebied deelnemende lidstaten² worden geraadpleegd over voorgenomen wetgeving inzake de instrumenten van het monetaire beleid.

In 2001 zijn in totaal 40 consultaties geïnitieerd waarvan er tien betrekking hadden op de invoering van de chartale euro in 2002 en elf op communautaire wetgeving. De resterende consultaties hadden betrekking op voorgenomen nationale wetgeving.

Zie voor een chronologische opsomming van door de ECB verstrekte adviezen de Internet-site van de ECB (www.ecb.int). In onderstaand kader zijn bovendien de in 2000 geïnitieerde consultaties samengevat.

¹ Conform het aan het Verdrag gehechte Protocol betreffende enkele bepalingen met betrekking tot het Verenigd Koninkrijk van Groot-Brittannië en Noord-Ierland, zijn artikel 105, lid 4, van het Verdrag en artikel 4 van de Statuten van het ESCB niet van toepassing op het Verenigd Koninkrijk. Derhalve is de verplichting de ECB te raadplegen niet van toepassing op de nationale autoriteiten van het Verenigd Koninkrijk.

² Met uitzondering van het Verenigd Koninkrijk (zie de vorige voetnoot).

Kader 11

Consultatieprocedures in 2001

(a) Consultatieprocedures op initiatief van Lidstaten

Nr. ¹	Initiator	Onderwerp
CON/2001/1	Portugal	De duale omloop van de chartale euro en escudo en amendementen op de organieke wet op de Banco de Portugal
CON/2001/2	Frankrijk	Wet op het gebied van betaalsystemen
CON/2001/5	Ierland	Enkele bepalingen in het wetsvoorstel inzake de overgang op de euro
CON/2001/6	Ierland	Wet op de hypotheek en overheidsobligaties (Mortgage and Public Credit Bond Bill).
CON/2001/7	Luxemburg	Groothertogelijk Besluit betreffende de chartale omwisseling in 2002 onder wijziging van bepaalde wetsbepalingen
CON/2001/9	Oostenrijk	Tweede Federale Wet houdende aanvullende maatregelen in verband met de invoering van de euro

¹ De consultaties zijn genummerd in volgorde van ontvangst door de ECB.

(a) Consultatieprocedures op initiatief van Lidstaten

Nr. ²	Initiator	Onderwerp
CON/2001/10	Oostenrijk	Artikel in de federale wetgeving ter oprichting en organisatie van de toezicht-houder op de financiële markten, onder amendering van diverse hiermee ver-band houdende wetten
CON/2001/11	Ierland	Wetsvoorstel inzake enkele bepalingen van een Wet inzake Slapende Rekenin-gen 2001
CON/2001/12	Spanje	Wet houdende amendementen op verscheidene wetten ter regulering van de Spaanse financiële markt
CON/2001/14	Spanje	Verordening inzake de “frontloading” van eurobankbiljetten en -munten
CON/2001/15	België	Wet betreffende de chartale overgang op de euro in België
CON/2001/16	Luxemburg	Wet betreffende de toetreding tot de Internationale Conventie ter Bestraffing van Valsemunterij en het bijbehorende Protocol; en de wijziging van enkele bepa-lingen in de Strafwet en de Strafvorderingswet
CON/2001/17	Duitsland	Zevende amendementswet op de Duitse Bundesbank ³
CON/2001/19	Oostenrijk	Amendementswet op het Oostenrijkse strafrecht (Strafrechtsänderungsgesetz 2001)
CON/2001/20	Frankrijk	Regeringsbesluit inzake het merken van in franken luidende bankbiljetten
CON/2001/21	Griekenland	Wet betreffende het in omloop brengen van eurobankbiljetten en hiermee samenhangende bepalingen
CON/2001/22	Italië	Noodwet inzake de invoering en beveiliging van de euro
CON/2001/23	België	Wet op de samenstelling van de betalingsbalans en de internationale beleg-gingspositie van België, in amendering op het Regeringsbesluit van 6 oktober 1944 inzake deviezencontrole, en diverse wettelijke bepalingen
CON/2001/24	Oostenrijk	Federale wet inzake vastgoedfondsen, tevens in amendering op diverse gerela-teerde wetten
CON/2001/26	Nederland	Amendement op het Besluit van 27 juli 1998 inhoudende regels met betrekking tot de verwisseling, intrekking en aftekening van bankbiljetten door De Neder-landsche Bank en de aan het publiek te verstrekken informatie hieromtrent
CON/2001/27	Finland	Wetsvoorstel inzake de reorganisatie en liquidatie van kredietinstellingen
CON/2001/28	Luxemburg	Verordening betreffende de vrijstelling van bepalingen aangaande ambtenaren of reclasseringsmedewerkers verleend aan functionarissen van de Banque Cen-trale du Luxembourg afhankelijk van hun publiekrechtelijke status
CON/2001/29	Oostenrijk	Amendement inzake gerechtelijke kosten (Euro-Gerichtsgebühren-Novelle)
CON/2001/30	Finland	Wetgeving inzake het toezicht op financiële conglomeraten
CON/2001/32	Portugal	Regeringsbesluit tot wijziging van het wettelijk kader van kredietinstellingen en financieringsmaatschappijen
CON/2001/35	Duitsland	Wet tot regeling van het toezicht op integrale financiële dienstverlening ³

² De consultaties zijn genummerd in volgorde van ontvangst door de ECB.

³ Gepubliceerd op de internetsite van de ECB.

(a) Consultatieprocedures op initiatief van Lidstaten

Nr. ⁴	Initiator	Onderwerp
CON/2001/37	Oostenrijk	Amendement op de Wet op de advocatenhonoraria n.a.v. de invoering van de euro
CON/2001/39	Portugal	Regeringsbesluit tot wijziging van het wettelijk kader inzake deviezen
CON/2001/40	Oostenrijk	Amendement op de Nationale-Bankwet (Nationalbankgesetz)

(b) Consultatieprocedures op initiatief van Europese instellingen⁵

No. ⁴	Initiator	Onderwerp	Publicatie
CON/2001/3	Raad van de Europese Gemeenschappen	Commissievoorstel voor een Verordening van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van Verordening (EG, Euratom) nr. 58/97 inzake structurele bedrijfsstatistieken	PB C 131, 3.5.2001, p. 5
CON/2001/4	Raad van de Europese Gemeenschappen	Verordening van het Europees Parlement en de Raad met betrekking tot niet-financiële kwartaalrekeningen van de overheid	PB C 131, 3.5.2001, p.6
CON/2001/8	Raad van de Europese Gemeenschappen	Verordening van de Raad houdende instelling van een mechanisme voor financiële ondersteuning op middellange termijn van de betalingsbalansen van de lidstaten	PB C 151, 22.5.2001, p. 18
CON/2001/13	Raad van de Europese Gemeenschappen	Ontwerp-Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende financiële zekerheidsovereenkomsten	PB C 196, 12.7.2001, p. 10
CON/2001/18	Europese Commissie	Ontwerpverordeningen (EG) van de Commissie, houdende gedetailleerde regels voor de uitvoering van Verordening (EG) nr. 2494/95 van de Raad betreffende de minimumnormen voor herzieningen van het geharmoniseerde indexcijfer van de consumptieprijzen en minimumnormen voor de behandeling van in een percentage van de transactiewaarde uitgedrukte kosten van diensten in het geharmoniseerde indexcijfer van de consumptieprijzen	PB C 244, 1.9.2001, p. 5
CON/2001/25	Raad van de Europese Gemeenschappen	Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende het aanvullende toezicht op kredietinstellingen, verzekeringsondernemingen en beleggingsondernemingen in een financieel conglomeraat en tot wijziging van een aantal hiermee samenhangende Richtlijnen	PB C 271, 26.9.2001, p. 10
CON/2001/31	Raad van de Europese Gemeenschappen	Voorstel voor een besluit van de Raad tot vaststelling van een actieprogramma inzake opleiding, uitwisselingen en bijstand voor de bescherming van de euro tegen valsemunterij (programma Pericles)	PB C 293, 19.10.2001, p. 3
CON/2001/33	Raad van de Europese Gemeenschappen	Verordening van het Europees Parlement en de Raad betreffende de loonkostenindex	PB C 295, 20.10.2001, p. 5

⁴ De consultaties zijn genummerd in volgorde van ontvangst door de ECB.

⁵ Gepubliceerd op de internetsite van de ECB.

(b) Consultatieprocedures op initiatief van Europese instellingen⁶

No. ⁷	Initiator	Onderwerp	Publicatie
CON/2001/34	Raad van de Europese Gemeenschappen	Verordening van het Europees Parlement en de Raad betreffende grensoverschrijdende betalingen in euro	PB C 308, 1.11.2001, p. 17
CON/2001/36	Raad van de Europese Gemeenschappen	Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten	PB C 344, 6.12.2001, p. 4
CON/2001/36	Raad van de Europese Gemeenschappen	Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende handel met voorkennis en marktmanipulatie (marktmisbruik)	PB C 2, 26.1.2002 p. 8

⁶ De consultaties zijn genummerd in volgorde van ontvangst door de ECB.

⁷ Gepubliceerd op de internetsite van de ECB.

2 Naleving van het verbod op monetaire financiering en bevoorrechte toegang

Krachtens artikel 237, lid d, van het Verdrag heeft de ECB tot taak toe te zien op de naleving door de 15 NCB's van de EU van hun verplichtingen uit hoofde van artikel 101 en 102 van het Verdrag en Raadsverordeningen (EG) nr. 3603/93 en nr. 3604/93. Die taak wordt uitgevoerd door de Algemene Raad van de ECB. Daarnaast ziet de Algemene Raad erop toe dat de ECB zelf aan die bepalingen voldoet. Artikel 101 verbiedt de ECB en de NCB's voorschotten in rekening-courant of andere kredietfaciliteiten aan overheden en instellingen of organen van de Gemeenschap te verlenen, alsmede van hen rechtstreeks schuldbewijzen te kopen. Artikel 102 verbiedt niet op overwegingen van bedrijfseconomisch toezicht gebaseerde maatregelen waardoor overheden en instellingen of organen van de Gemeenschap bevoorrechte toegang tot de financiële instellingen wordt geboden. Parallel aan het door de Algemene Raad uitgeoefende toezicht, ziet de Europese Commissie erop toe dat de lidstaten de bovengenoemde bepalingen naleven.

De Algemene Raad houdt ook toezicht op de door de centrale banken van de EU op de secundaire markt verrichte aankopen van schuldbewijzen uitgegeven door de binnen-

landse overheidssector of de overheidssectoren van andere lidstaten. Krachtens de aanhef van Raadsverordening (EG) nr. 3603/93, mogen dergelijke aankopen op de secundaire markt niet worden verricht met het oogmerk artikel 101 van het Verdrag te omzeilen. Dergelijke aankopen mogen geen vorm van indirecte monetaire financiering van de overheidssector worden.

Voor 2001 heeft de Algemene Raad geen grote inbreuken door de NCB's of door de ECB vastgesteld op de bovenomschreven Verdragsbepalingen en de daarmee verband houdende Raadsverordeningen. De Algemene Raad merkte op dat de hoeveelheid munten die door twee NCB's werden aangehouden en waarmee de overheidssector gecrediteerd werd tijdelijk het plafond van 10% van de in omloop zijnde munten overschreed, zoals bepaald bij artikel 6 van Raadsverordening Nr. 3603/93, in het kader van de grote terugstroom van munten naar deze NCB's vóór de invoering van euromunten op 1 januari 2002. Afgezien van deze inbreuken op het verbod inzake monetaire financiering, bepaald in artikel 101, stelde de Algemene Raad eveneens twee andere incidenten vast, waar de ECB en een NCB, op verschillende manieren, de Ver-

dragsbepalingen niet helemaal in acht namen. In beide gevallen waren daar echter maar kleine bedragen mee gemoeid en hebben de

betrokken centrale banken onmiddellijk maatregelen genomen om herhaling van dergelijke voorvallen te voorkomen.

3 Het beheer van de krediettransacties van de Europese Gemeenschap

Krachtens artikel 123, lid 2, van het Verdrag en artikel 11 van Raadsverordening (EEG) nr. 1969/88 van 24 juni 1988 heeft de ECB het beheer van door de Europese Gemeenschap afgesloten krediettransacties in het kader van het mechanisme voor financiële bijstand op middellange termijn. In 2001 heeft de ECB echter geen beheerstaken verricht, aangezien er aan het eind van 2000 geen openstaand saldo bestond en er gedurende het verslagjaar geen nieuwe transacties zijn verricht.

In 2000 heeft de ECB over de uitstaande kredieten van de laatste debiteur (Italië) de verschuldigde aflossing en rente ontvangen en deze overgemaakt aan crediteuren van de Europese Gemeenschap. Het totale uitstaande bedrag van de communautaire kredietverlening aan Italië bedroeg per 31 december 1999 EUR 2.483 miljoen. Na de laatste aflossing door Italië in november 2000 was het uitstaande bedrag per ultimo 2000 nihil.



Europese Centrale Bank: **De winnaars van de “Word Euro SuperSter”-prijsvraag en de President van de Europese Centrale Bank, Willem F. Duisenberg, bij de prijsuitreiking in Frankfurt op 31 december 2001.**

Hoofdstuk XI

Externe communicatie en verantwoording

I Het communicatiebeleid en de communicatieactiviteiten van de ECB

I.1 Doelstellingen van het communicatiebeleid

De ECB hecht groot belang aan openheid, doorzichtigheid en verantwoording. Hoewel deze geen doelen op zich vormen, verschaffen zij wel de basis voor het communicatiebeleid van de ECB en het Eurosysteem, dat erop is gericht bij te dragen aan de effectiviteit, doelmatigheid en geloofwaardigheid van het monetaire beleid en het publiek een beter inzicht te geven in het Eurosysteem en de werkzaamheden van het Eurosysteem.

De communicatieactiviteiten zijn hoofdzakelijk, maar niet uitsluitend, gericht op doelgroepen in de twaalf landen van het eurogebied. De gedecentraliseerde organisatie van het Eurosysteem vergemakkelijkt de externe communicatie in verschillende talen en in verschillende nationale kaders. Dienovereenkomstig spelen de nationale centrale banken een belangrijke rol bij de verwezenlijking van de doelstellingen van het communicatiebeleid. De effectieve coördinatie van de communicatieactiviteiten binnen het Eurosysteem is van vitaal belang. Bij deze coördinatie wordt bijzondere nadruk gelegd op het streven naar eensluidende communicatie met betrekking tot het gemeenschappelijke monetaire beleid in het eurogebied.

Het op 8 november 2001 door de Raad van Bestuur van de ECB genomen besluit om de monetaire-beleidskoers – in de regel – slechts eens per maand te beoordelen, in plaats van eens per twee weken, heeft belangrijke gevolgen gehad voor de communicatie. Een van de gewenste gevolgen van dit besluit was een vermindering van de frequentie van de speculatie in de media en de markten ten aanzien van mogelijke wijzigingen in de monetaire-beleidskoers.

I.2 Belangrijke communicatie-aangelegenheden in 2001

In 2001 is een aantal actuele aangelegenheden van groot belang geweest binnen het communicatiebeleid van de ECB. Deze aangelegenheden worden nader besproken in de desbetreffende hoofdstukken van dit Jaarverslag. Zij worden echter ook onderstaand in het kort vermeld om de lezer een overzicht te geven van de uitdagingen waarvoor het communicatiebeleid van de ECB en het Eurosysteem zich in 2001 zag gesteld.

Bij sommige van deze aangelegenheden is de ECB pro-actief opgetreden, in een poging de kennis van het grote publiek te vergroten ten aanzien van de aangelegenheden die binnen de bevoegdheid van de ECB vallen. Bij andere aangelegenheden heeft de ECB gereageerd op de vraag naar informatie vanuit de media, vanuit gespecialiseerde groeperingen of vanuit het publiek.

De belangrijkste communicatieaangelegenheden in 2001 betroffen onder meer:

- De monetaire-beleidskoers. De belangrijkste rentetarieven van de ECB zijn in 2001 vier maal aangepast. *Voor nadere gegevens wordt verwezen naar Hoofdstuk I.*
- De besluiten ten aanzien van de uitgifte van eurobankbiljetten en de toedeling van de monetaire inkomsten.
- De voorbereidingen voor de overgang op chartale euro, met inbegrip van de Euro 2002 Informatiecampagne. *Voor nadere gegevens wordt verwezen naar Hoofdstuk VI.*
- De monetaire-beleidstransacties, met name in het licht van de uitzonderlijke omstandigheden in september 2001. *Voor nadere gegevens wordt verwezen naar Hoofdstuk II.*
- De rol van het Eurosysteem bij de uitbreiding van de EU. *Voor nadere gegevens wordt verwezen naar Hoofdstuk V.*

- De ontwikkeling van betalings- en vereveningsystemen, met name ten aanzien van de voortgang naar een uniform niveau van dienstverlening voor kleine betalingen in het eurogebied. *Voor nadere gegevens wordt verwezen naar Hoofdstuk VII.*
- Statistische aangelegenheden, met name de verfijning van de statistieken omtrent monetaire ontwikkelingen. *Voor nadere gegevens wordt verwezen naar Hoofdstuk IX.*
- De discussies ten aanzien van het toezicht en de financiële stabiliteit op het Europese en het internationale niveau. *Voor nadere gegevens wordt verwezen naar Hoofdstuk VIII.*
- Organisatorische aangelegenheden binnen de ECB, met name het project voor de verwerving van een vestigingsplaats voor het toekomstige kantoor van de ECB en het besluit van de Directie om de verantwoordelijkheden van de afzonderlijke leden deels te herschikken. *Voor nadere gegevens wordt verwezen naar het Voorwoord van de President in dit Jaarverslag.*

1.3 Communicatieactiviteiten

Evenals in het verleden maakt de ECB gebruik van verschillende communicatiemiddelen om informatie te verstrekken aan de burgers en de door hen gekozen vertegenwoordigers, aan de financiële markten en aan andere belanghebbenden, waarbij rekening wordt gehouden met de diversiteit van deze doelgroepen. Artikel 15 van de Statuten van het ESCB stelt dat de ECB kwartaalverslagen omtrent de werkzaamheden van het ESCB moet opstellen en openbaar maken. Bovendien moet de ECB een jaarverslag over de werkzaamheden van het ESCB en over het in het afgelopen en het lopende jaar gevoerde monetaire beleid aanbieden aan het Europees Parlement, de Raad van de Europese Unie, de Commissie en de Europese Raad. Daarnaast moet wekelijks een financieel overzicht van het Eurosysteem worden gepubliceerd. In feite communiceert de ECB actiever dan door het Verdrag wordt vereist.

Door de ECB worden onder meer de volgende communicatiekanalen gebruikt:

- Persconferenties, die worden gehouden door de President en de Vice-President van de ECB, doorgaans onmiddellijk na afloop van de eerste vergadering van de maand van de Raad van Bestuur. De door de President en de Vice-President uitgesproken inleiding geeft een gedetailleerde en onmiddellijke beschrijving van de beoordeling door de Raad van Bestuur van de monetaire en economische ontwikkelingen in het eurogebied.
- Het Maandbericht, dat doorgaans een week na de eerste vergadering van de maand van de Raad van Bestuur verschijnt, bevat gegevens over de beoordeling door de ECB van de economische situatie, alsmede artikelen over actuele onderwerpen en, in juni en december, door stafleden van het Eurosysteem opgestelde economische projecties. Daarnaast bevat het Maandbericht een breed scala aan economische en financiële gegevens met betrekking tot het eurogebied.
- Het Jaarverslag van de ECB, dat wordt aangeboden aan het Europees Parlement en jaarlijks in april wordt gepubliceerd.
- Het optreden, eens per kwartaal, van de President van de ECB voor de Economische en Monetaire Commissie van het Europees Parlement. Voor nadere gegevens wordt verwezen naar paragraaf 2 in Hoofdstuk XI van dit Jaarverslag.
- Openbare toespraken en interviews gehouden door de leden van de besluitvormende organen van de ECB. Dergelijke optredens vormen een belangrijk instrument om zich rechtstreeks direct tot gespecialiseerde doelgroepen en het grote publiek te richten.
- Perscommuniqués, die worden gebruikt om statistische informatie of korte beleidsmededelingen aan het publiek beschikbaar te stellen.
- Brochures en andere gedrukte publicaties, waarvan de doelgroepen uiteenlopen van het grote publiek tot specialisten op diverse terreinen.

- De “Working Paper Series”, die dient ter verspreiding van de resultaten van binnen de ECB verricht onderzoek of van in het kader van ECB-congressen en seminars gepresenteerde onderzoeksgegevens.
- De “Occasional Paper Series”, waarin beleidsonderwerpen worden behandeld voor een brede doelgroep, bestaande uit beleidsmakers, wetenschappers, de media en het grote publiek.
- Directe toezending van informatie aan elektronische nieuwsagentschappen. Dit stelt de ECB in de gelegenheid marktgevoelige informatie zeer snel onder de deelnemers aan de financiële markten te verspreiden.
- Het gehele jaar door praktisch dagelijks ontvangen van bezoekersgroepen bij de ECB. In 2001 ontvingen ruim 10.000 Europese burgers gedurende een bezoek aan de ECB informatie uit de eerste hand.
- Wetenschappelijke congressen, die worden georganiseerd voor de uitwisseling van

informatie onder economen met belangstelling voor centrale-bankvraagstukken.

De meeste door de ECB gepubliceerde documenten worden vertaald in de officiële talen van de Europese Gemeenschap. Verreweg het grootste deel van dit vertaalwerk geschiedt door de nationale centrale banken. Daarnaast verzorgen de nationale centrale banken het drukken en verspreiden van de Maandberichten en andere publicaties van de ECB. Alle door de ECB gepubliceerde documenten kunnen op de website van de ECB (www.ecb.int) worden geraadpleegd en gedownload. Deze dienstverlening is in januari 2002 verder verbeterd, toen op deze site een zoekfunctie werd geïnstalleerd. Het aantal malen dat de website van de ECB is bezocht is gestaag toegenomen tot een maandgemiddelde van ongeveer twee miljoen in 2001. Via de site worden ook e-mail hotlines geboden voor het beantwoorden van allerlei vragen.

2 Uitwisseling van informatie en gedachten met het Europees Parlement

2.1 Overzicht van de betrekkingen tussen de ECB en het Europees Parlement

In 2001 heeft de ECB haar regelmatige dialoog met het Europees Parlement voortgezet, zoals voorzien in artikel 113, lid 3, van het Verdrag. Evenals in de afgelopen jaren werd aan deze regelmatige contacten hoofdzakelijk vorm gegeven door het optreden, eens per kwartaal, van de President van de ECB voor de Economische en Monetaire Commissie van het Parlement, waarbij de President verslag heeft uitgebracht over de door de ECB genomen besluiten en de wijze waarop het Euro-systeem zijn taken vervult. Leden van de Directie zijn ook voor het Europees Parlement verschenen bij de presentatie van het Jaarverslag 2000 van de ECB aan de Economische en Monetaire Commissie en vervolgens bij de plenaire zitting van het Europees Parlement, alsmede om de visie van de ECB te ver-

woorden inzake het rapport van de Commissie getiteld “EU economy – 2000 review”.

Bovendien is de ECB door het Europees Parlement uitgenodigd deel te nemen aan vergaderingen op het niveau van deskundigen. In dit kader hebben deskundigen van de ECB deelgenomen aan een hoorzitting van de tijdelijke Commissie van het Europees Parlement voor het ECHELON-interceptiesysteem, met name om informatie te verschaffen over de strategie van de ECB om de via gegevens- en spraakcommunicatiesystemen uitgewisselde informatie te beschermen tegen eventuele onderschepping. Voorts heeft de ECB deelgenomen aan een panel van deskundigen met betrekking tot “De monetaire samenwerking in Europa: de invoering van de euro en de gevolgen voor de Staten in Afrika, het Caribisch gebied en de Stille Oceaan”, georganiseerd in het kader van de ACS-EU Paritaire Parlementaire Vergadering. Een overzicht van de optredens van vertegenwoordigers van de

Kader 12

Optredens van vertegenwoordigers van de ECB in het Europees Parlement in 2001

Op 4 juli 2001 heeft de President het Jaarverslag 2000 van de ECB aangeboden aan de plenaire vergadering van het Europees Parlement.

Leden van de Directie zijn bij de volgende gelegenheden verschenen voor de Economische en Monetaire Commissie:

- het eens per kwartaal optreden van de President (5 maart, 28 mei, 12 september en 18 december);
- de aanbieding van het Jaarverslag 2000 van de ECB door de Vice-President (2 mei);
- gedachtewisseling met de heer Issing over het rapport van de commissie getiteld “EU economy – 2000 review” (24 januari).

Bovendien hebben deskundigen van de ECB deelgenomen aan de volgende bijeenkomsten bij het Europees Parlement:

- de hoorzitting van de Tijdelijke Commissie van het Europees Parlement voor het ECHELON-interceptiesysteem (6 maart);¹
- panel van deskundigen bij de workshop over “De monetaire samenwerking in Europa: de invoering van de euro en de gevolgen voor de Staten in Afrika, het Caribisch gebied en de Stille Oceaan” gehouden in het kader van de ACS-EU Paritaire Parlementaire Vergadering (31 oktober).

1 Conform een besluit van de Commissie is deze hoorzitting achter gesloten deuren gehouden.

ECB in het Europees Parlement in 2001 is te vinden in Kader 12.

Daarnaast zijn enkele meer informele bijeenkomsten gehouden tussen het Europees Parlement en de ECB. Zo heeft een delegatie van leden van de Economische en Monetaire Commissie op 22 oktober 2001 een bezoek gebracht aan de ECB om van gedachten te wisselen met de leden van de Directie. Bovendien heeft op 27 juni een delegatie van deskundigen van de ECB in het Europees Parlement een ontmoeting gehad met leden van de Economische en Monetaire Commissie om te spreken over aangelegenheden met betrekking tot de verbetering van de dienstverlening voor grensoverschrijdende kleine betalingen in euro.

Ten slotte heeft de ECB ook een aantal vragen beantwoord, die schriftelijk door leden van het Europees Parlement waren ingediend. Voor zover de antwoorden betrekking hadden op vragen gesteld gedurende de openbare optredens van de President van de ECB, zijn deze op de website van de ECB gepubliceerd als bijlage bij het verslag van de desbe-

treffende optredens. Op deze wijze zijn de toelichtingen ter beschikking gesteld van een breder publiek om de transparantie van de visie van de ECB te waarborgen.

2.2 Visie van de ECB op enkele tijdens de ontmoetingen met het Europees Parlement aan de orde gestelde onderwerpen

Gedurende de gedachtewisseling tussen het Europees Parlement en de ECB is een breed scala aan onderwerpen aan de orde gekomen met betrekking tot de gebieden waarop het Eurosysteem bevoegd is. Uiteraard betroffen de belangrijkste onderwerpen onder meer de monetaire-beleidsbesluiten van de ECB en de beoordeling door de ECB van de economische ontwikkelingen. Daarnaast hebben leden van de Economische en Monetaire Commissie ook vragen gesteld over de andere door het Verdrag aan het Eurosysteem opgedragen taken, zoals de bijdrage aan het bedrijfseconomische toezicht op kredietinstellingen en aan de stabiliteit van het financiële stelsel, als-

mede de zorg voor doelmatige en gedegen betalingssystemen.

Gezien de grote verscheidenheid aan onderwerpen is het niet mogelijk hier over alle aspecten van de tussen het Europees Parlement en de ECB gehouden discussies verslag uit te brengen. Desalniettemin worden onderstaand enkele van de belangrijkste onderwerpen besproken die gedurende de optredens van de President aan de orde zijn gekomen.

De door de Raad van Bestuur van de ECB vastgestelde definitie van prijsstabiliteit

Door leden van de Economische en Monetaire Commissie zijn vragen gesteld met betrekking tot de door de Raad van Bestuur van de ECB vastgestelde definitie van prijsstabiliteit.

De President heeft erop gewezen dat de definitie van prijsstabiliteit, te weten een twaalfmaands stijging van de HICP-inflatie van minder dan 2%, volgde uit door nationale centrale banken in het eurogebied vóór de aanvang van de derde fase van de EMU vastgestelde definities. Door deze continuïteit te waarborgen heeft de ECB recht gedaan aan de bestaande verwachtingen onder de burgers ten aanzien van de prijsstabiliteit op de lange termijn en heeft aldus bijgedragen aan het vergroten van de geloofwaardigheid van het gemeenschappelijke monetaire beleid en aan het verbreden van de steun onder de burgers voor de euro.

Met betrekking tot de numerieke waarde voor de definitie van prijsstabiliteit, memoreerde de President dat, om goede economische redenen, het Verdrag niet toestaat dat lage positieve cijfers voor stijgingen van het prijsniveau op arbitraire wijze buiten beschouwing worden gelaten. In die zin zou het niet passend zijn geweest inflatiepercentages onder een bepaalde waarde, zeg 1,5%, van de definitie van prijsstabiliteit uit te sluiten. Het stellen van een betrekkelijk gering bereik voor de prijsstijgingen die op de middellange termijn toelaatbaar zijn draagt op doelmatige wijze bij tot het verankeren van de inflatie-

verwachtingen, waardoor onzekerheid en de daarmee gepaard gaande risicopremies in de rentevoeten worden verminderd. Tegelijkertijd wordt, door het feit dat in de definitie een vloer is aangebracht waardoor dalingen van de HICP worden uitgesloten van het inflatiebereik dat wordt beschouwd als verenigbaar met prijsstabiliteit, de definitie van prijsstabiliteit symmetrisch in die zin dat daarin zowel deflatie als inflatie worden uitgesloten.

Meer in het algemeen draagt de keuze voor een kwantitatieve in plaats van een kwalitatieve definitie van prijsstabiliteit bij tot het verankeren van de inflatieverwachtingen, hetgeen, zoals eerder gesteld, van het grootste belang is om de vruchten van prijsstabiliteit ten volle te kunnen plukken. Bovendien memoreerde de President dat een kwantitatieve definitie van prijsstabiliteit ook een basis verschaft voor de verantwoordingsplicht van de ECB doordat aldus een duidelijk referentiepunt wordt gecreëerd ten opzichte waarvan het monetaire beleid van de ECB kan worden beoordeeld in de loop van de tijd. In dit opzicht benadrukte de President dat, zoals voorzien in de monetaire-beleidsstrategie van de ECB, prijsstabiliteit op de middellange termijn moet worden gehandhaafd. Aldus wordt rekening gehouden met inflatieschokken die door het monetaire beleid op de korte termijn niet kunnen worden beheerst.

De bijdrage van het gemeenschappelijke monetaire beleid aan het algemene economische beleid in de Gemeenschap

De bijdrage die het gemeenschappelijke monetaire beleid moet leveren aan het algemene economische beleid in de Gemeenschap zonder daarbij afbreuk te doen aan de doelstelling van prijsstabiliteit, zoals vereist door artikel 105, lid 1, van het Verdrag, was wederom een van de belangrijkste onderwerpen die aan de orde kwamen gedurende de optredens van de President in het Europees Parlement.

De President memoreerde dat het monetaire beleid de reële productie op de lange termijn

niet kan beïnvloeden. Veeleer ligt de beste bijdrage die de ECB kan leveren aan de algemene economische doelstellingen in de Gemeenschap, zoals een houdbare en niet-inflatoire groei en een hoog niveau van werkgelegenheid, in het handhaven van prijsstabiliteit. Door zich op deze hoofddoelstelling te richten draagt de ECB bij tot het voorkomen van vertekeningen in het prijsmechanisme en tot het minimaliseren van de inflatierisicopremies in de rentevoeten. Aldus bevordert het Eurosysteem de doelmatige allocatie van marktmiddelen en draagt het bij tot het scheppen van een gunstig investeringsklimaat.

Door zich te richten op het handhaven van prijsstabiliteit op de middellange termijn, draagt het door de ECB gevoerde monetaire beleid bij tot het stabiliseren van de productiegroei. Deze oriëntatie op de middellange termijn weerspiegelt ook de behoefte aan een geleidelijke reactie op sommige soorten economische schokken, waardoor een overmatige variabiliteit in de reële bedrijvigheid en de rente wordt voorkomen.

De President nam ook de gelegenheid te baat om te benadrukken dat krachtige structurele hervormingen een belangrijke plaats moeten blijven innemen in het door de lidstaten gevoerde beleid om het groeipotentieel van het eurogebied te verhogen.

Deze visie werd door het Europees Parlement gedeeld in de resolutie over het Jaarverslag 2000 van de ECB, waarin werd benadrukt dat de primaire doelstelling van de ECB het handhaven van prijsstabiliteit is, en dat de bijdrage van de ECB aan groei en werkgelegenheid allereerst ligt in de verwezenlijking van die doelstelling (overweging B). Bovendien werd in de resolutie ook het belang benadrukt van door de lidstaten te verwezenlijken structurele hervormingen (artikel 4).

Vorbereidingen voor de invoering van de eurobankbiljetten en -munten

Gezien het fundamentele belang van een soepele overgang op de chartale euro, heeft de

President uitgebreid verslag uitgebracht over de voorbereidingen voor de invoering van de eurobankbiljetten en -munten. Voor nadere informatie over de overgang op de chartale euro wordt verwezen naar Hoofdstuk VI.

Een van de in dit kader besproken onderwerpen betrof de veiligheid van de bankbiljetten. De President wees erop dat de echtheidskenmerken van de eurobankbiljetten de laatste stand van de techniek weerspiegelen om te waarborgen dat de burgers vertrouwen kunnen hebben in de veiligheid van de nieuwe bankbiljetten. De speciale aandacht die is geschonken aan de veiligheid van de bankbiljetten komt ook tot uiting in de deelname van de ECB aan de voorbereiding van Communautaire wetgeving ter bescherming van de eurobankbiljetten en -munten tegen vervalsing alsmede in de oprichting door de ECB van een vervalsingsanalysecentrum voor de technische analyse en rubricering van vervalste eurobankbiljetten. Het analysecentrum wisselt informatie uit met alle bevoegde autoriteiten.

Leden van de Economische en Monetaire Commissie hebben ook gevraagd naar de stand van de voorbereiding en tenuitvoerlegging van de Euro 2002 Informatiecampagne, die door het Eurosysteem is opgezet. De President lichtte toe dat de algemene doelstelling van de informatiecampagne bestond uit het verstrekken aan het grote publiek van alle praktische informatie benodigd voor een soepele overgang op de chartale euro. De informatiecampagne, gevoerd onder slogan "de EURO. ONS geld", is gevoerd in nauwe coördinatie met de overheden en de nationale fora voor de invoering van de euro van de deelnemende lidstaten om te waarborgen dat de verschaft informatie maximaal effect zou sorteren. Het Eurosysteem heeft er ook alles aan gedaan om te waarborgen dat kwetsbare groepen, zoals blinden en slechtzienden, de nodige informatie en training zouden ontvangen om vertrouwd te raken met de nieuwe bankbiljetten.

Leden van de Commissie stelden ook de zogeheten "frontloading" en "sub-frontloa-

ding” van eurobankbiljetten en -munten aan de orde. In dit kader rees de vraag of het grote publiek al vóór de officiële overgangsdatum van eurobankbiljetten zou moeten worden voorzien. De President wees erop dat bij de oordeelsvorming omtrent dit onderwerp het Eurosysteem een en ander vanuit een totaalperspectief had moeten bezien, waarbij alle van belang zijnde aspecten moesten worden betrokken en waarbij het algemeen belang voorop stond. Na uitgebreide consultatie met de bevoegde beroepsorganisaties werd geconcludeerd dat de nadelen van “sub-frontloading” van eurobankbiljetten aan het grote publiek zwaarder wogen dan de mogelijke voordelen. Derhalve had de Raad van Bestuur van de ECB besloten – een besluit dat werd gesteund door de Ecofin-Raad – het grote publiek niet vóór 1 januari 2002 van eurobankbiljetten te voorzien. In plaats daarvan had de ECB een aantal maatregelen voorgesteld ter bevordering van een soepele overgang, die in de hoge mate zijn overgenomen in de door de lidstaten voorbereide nationale overgangsscenario’s.

Verbetering van de dienstverlening voor grensoverschrijdende kleine betalingen in euro

Een belangrijk deel van de gedachtewisseling tussen het Europees Parlement en de Presi-

dent betrof de vraag hoe de dienstverlening voor kleine betalingen in euro kan worden verbeterd. Commissieleden vroegen naar de visie van de ECB over de wijze waarop een aanzienlijke daling van de tarieven voor dergelijke diensten kon worden bereikt en hoe dit ECB hieraan bijdroeg.

De President lichtte toe dat, blijkens verscheidene publicaties van de ECB, vanaf de aanvang van de derde fase van de EMU hieraan door het Eurosysteem veel aandacht is besteed. Het Eurosysteem deelt ten volle de mening van het Europees Parlement dat een geïntegreerd betalingsgebied een noodzakelijke aanvulling is op het gemeenschappelijke muntgebied en de publieke steun voor de euro verder zal vergroten. Daartoe heeft het Eurosysteem zeven doelstellingen geformuleerd die onmisbaar worden geacht voor de verwezenlijking van een gemeenschappelijk betalingsgebied voor de euro. Bovendien is het Eurosysteem actief in gesprek met het bankwezen om op dit gebied tot verandering te komen.

Voor nadere informatie over grensoverschrijdende kleine betalingen in euro wordt verwezen naar Hoofdstuk VII.



Luxemburg: **De centrale bank van Luxemburg verwelkomt de euro op 1 januari 2002.**

Hoofdstuk XII

Het institutionele kader van het Eurostelsel en het Europees Stelsel van Centrale Banken

I Het Eurosysteem en het Europees Stelsel van Centrale Banken



Het Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB) bestaat uit de Europese Centrale Bank (ECB) en de nationale centrale banken van alle vijftien lidstaten van de EU – het omvat dus ook de nationale centrale banken van de drie lidstaten die nog niet zijn overgegaan op de euro. Om de transparantie te vergroten en de structuur van het centrale-bankwezen in het eurogebied inzichtelijker te maken, heeft de Raad van Bestuur van de ECB besloten de naam “Eurosysteem” te hanteren. Het Eurosysteem omvat de ECB en de nationale centrale banken van de lidstaten die zijn overgegaan op de euro (deelnemende lidstaten). Zolang er lidstaten zijn die nog niet op de euro zijn overgegaan, zal er onderscheid moeten worden gemaakt tussen het Eurosysteem en het ESCB.

De ECB heeft rechtspersoonlijkheid krachtens internationaal publiekrecht. De ECB vormt de kern van het Eurosysteem en is verantwoordelijk voor de uitvoering van de

taken van het Eurosysteem; deze taken worden hetzij door de ECB zelf hetzij via de nationale centrale banken uitgevoerd. Hoewel besluiten met betrekking tot de doelstellingen en taken van het Eurosysteem/ESCB centraal worden genomen, huldigt de ECB bij de besluitvorming over de wijze waarop de taken van het ESCB worden uitgevoerd onverkort het decentralisatiebeginsel, conform de Statuten van het ESCB.

Elk van de nationale centrale banken heeft rechtspersoonlijkheid krachtens de nationale wetgeving van het land van vestiging. De nationale centrale banken van het eurogebied, die een integrerend onderdeel van het Eurosysteem uitmaken, voeren de hun door het Eurosysteem opgedragen taken uit conform de regels gesteld door de besluitvormende organen van de ECB. Onder meer door afvaardiging van vertegenwoordigers in de verschillende comités van het ESCB (zie paragraaf 5) leveren de nationale centrale banken

een verdere bijdrage aan de werkzaamheden van het ESCB. De nationale centrale banken mogen op eigen verantwoordelijkheid ook taken vervullen welke geen verband houden

met het Eurosysteem, tenzij de Raad van Bestuur van mening is dat dergelijke taken de doelstellingen en taken van het Eurosysteem doorkruisen.

2 De besluitvormende organen van de ECB

Het Eurosysteem en het ESCB worden bestuurd door de besluitvormende organen van de ECB: de Raad van Bestuur en de Directie. Zonder hieraan afbreuk te doen, fungeert de Algemene Raad als derde besluitvormende orgaan van de ECB zolang er lidstaten zijn die nog niet op de euro zijn overgegaan. De besluitvormende organen fungeren conform de bepalingen van het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap (hierna het Verdrag genoemd), de Statuten van het ESCB en de desbetreffende Reglementen van Orde.¹

2.1 De Raad van Bestuur

De Raad van Bestuur, het hoogste besluitvormende orgaan van de ECB, omvat alle leden van de Directie en de Presidenten van de nationale centrale banken van de lidstaten die op de euro zijn overgegaan. Krachtens het Verdrag zijn de belangrijkste taken van de Raad van Bestuur:

- het vaststellen van de richtsnoeren en het nemen van de besluiten die nodig zijn voor het vervullen van de aan het ESCB opgedragen taken, en
- het formuleren van het monetaire beleid van het eurogebied, in voorkomend geval met inbegrip van besluiten met betrekking tot intermediaire monetaire doelstellingen, de belangrijkste rentetarieven en de liquiditeitsvoorziening in het Eurosysteem, en het opstellen van de nodige richtsnoeren voor de uitvoering ervan.

Bij het nemen van besluiten omtrent het monetaire beleid en andere taken van het

Eurosysteem handelen de leden van de Raad van Bestuur van de ECB niet als vertegenwoordigers van hun landen maar in een volledig onafhankelijke persoonlijke hoedanigheid. Dit komt tot uitdrukking doordat ieder lid één stem heeft.

In 2001 heeft de Raad van Bestuur gewoonlijk om de andere week vergaderd in het gebouw van de ECB in Frankfurt am Main. Zeven vergaderingen, waaronder enkele niet geagendeerde, werden echter gehouden in de vorm van een teleconferentie. Bovendien is, conform het eerder genomen besluit dat de Raad van Bestuur tweemaal per jaar in een ander euroland zou vergaderen, één vergadering gehouden bij de Central Bank of Ireland in Dublin en één bij de Oostenrijkse Nationalbank in Wenen. In november 2001 heeft de Raad van Bestuur besloten de opzet van zijn vergaderingen te wijzigen in die zin dat tijdens de eerste vergadering van elke maand vooral de monetaire en economische ontwikkelingen en de daarmee samenhangende besluitvorming diepgaand worden besproken, terwijl de tweede vergadering van elke maand zich zal concentreren op kwesties in samenhang met andere taken en verantwoordelijkheden van de ECB en het Eurosysteem.

¹ De Reglementen van Orde zijn gepubliceerd in het Publicatieblad van de Europese Gemeenschappen. Zie Reglement van Orde van de Europese Centrale Bank, Pb L 125 van 19.5.1999 en L 314 van 8.12.1999, Reglement van Orde van de Algemene Raad van de Europese Centrale Bank, Pb L 75 van 20.3.1999, p. 36, en L 156 van 23.6.1999, Besluit van de Europese Centrale Bank van 12 oktober 1999 betreffende het Reglement van Orde van de Directie van de Europese Centrale Bank (ECB/1999/7), Pb L 314 van 8.12.1999. Behalve dit laatste besluit zijn alle reglementen van orde opgenomen in het eerste juridische jaarboek van de ECB, het "Compendium: Een verzameling rechtsinstrumenten, juni 1998-december 2001", maart 2002, eveneens te raadplegen op de website van de ECB.

De Raad van Bestuur



Achterste rij (van links naar rechts): Yves Mersch, Lucas D. Papademos, Jaime Caruana, Antonio Fazio, Matti Vanhala, Guy Quaden, Ernst Welteke, Nout Wellink, Jean-Claude Trichet, Maurice O'Connell, Klaus Liebscher, Vítor Constâncio
Voorste rij (van links naar rechts): Otmar Issing, Tommaso Padoa-Schioppa, Christian Noyer, Willem F. Duisenberg, Sirkka Hämäläinen, Eugenio Domingo Solans

Willem F. Duisenberg
Christian Noyer
Jaime Caruana
Vítor Constâncio
Eugenio Domingo Solans
Antonio Fazio
Sirkka Hämäläinen
John Hurley (per 11 maart 2002)
Otmar Issing
Klaus Liebscher
Yves Mersch
Maurice O'Connell (tot en met 10 maart 2002)
Tommaso Padoa-Schioppa
Lucas D. Papademos
Guy Quaden

Jean-Claude Trichet
Matti Vanhala
Nout Wellink
Ernst Welteke

President van de ECB
Vice-President van de ECB
President van de Banco de España
President van de Banco de Portugal
Lid van de Directie van de ECB
President van de Banca d'Italia
Lid van de Directie van de ECB
President van de Central Bank of Ireland
Lid van de Directie van de ECB
President van de Oesterreichische Nationalbank
President van de Banque centrale du Luxembourg
President van de Central Bank of Ireland
Lid van de Directie van de ECB
President van de Bank van Griekenland
Gouverneur van de Nationale Bank van België/
Banque Nationale de Belgique
President van de Banque de France
President van Suomen Pankki – Finlands Bank
President van De Nederlandsche Bank
President van de Deutsche Bundesbank

2.2 De Directie

De Directie omvat de President, de Vice-President en vier leden, benoemd in onderlinge overeenstemming tussen de regeringen van de deelnemende lidstaten op het niveau van staatshoofden en regeringsleiders. De belangrijkste taken van de Directie zijn:

- het voorbereiden van de vergaderingen van de Raad van Bestuur;
- het uitvoeren van het monetaire beleid overeenkomstig de richtsnoeren en besluiten van de Raad van Bestuur en het daartoe geven van de nodige instructies aan de

ationale centrale banken van het Euro-systeem;

- het dragen van de verantwoordelijkheid voor de dagelijkse gang van zaken bij de ECB, en
- het op zich nemen van bepaalde, door de Raad van Bestuur aan de Directie gedelegeerde taken, met inbegrip van bepaalde regelgevende taken.

Tegenwoordig vergadert de Directie ten minste eens per week, om besluiten te nemen aangaande de tenuitvoerlegging van het monetaire beleid, de voorbereiding van de vergaderingen van de Raad van Bestuur, en interne aangelegenheden van de ECB.



Achterste rij (van links naar rechts): Eugenio Domingo Solans, Tommaso Padoa-Schioppa, Otmar Issing
Voorste rij (van links naar rechts): Christian Noyer, Willem F. Duisenberg, Sirkka Härmäläinen

Willem F. Duisenberg
Christian Noyer
Eugenio Domingo Solans
Sirkka Härmäläinen
Otmar Issing
Tommaso Padoa-Schioppa

President van de ECB
Vice-President van de ECB
Lid van de Directie van de ECB
Lid van de Directie van de ECB
Lid van de Directie van de ECB
Lid van de Directie van de ECB

2.3 De Algemene Raad

De Algemene Raad bestaat uit de President en de Vice-President van de ECB en de Presidenten van alle vijftien nationale centrale banken van de EU. De Algemene Raad voert de van het vroegere Europees Monetair Instituut overgenomen taken uit die thans nog door de ECB moeten worden vervuld, uit hoofde van de derde fase van de Economische en Monetaire Unie, doordat nog niet alle lidstaten op de euro zijn overgegaan. De Algemene Raad is derhalve primair verantwoordelijk voor de rapportage omtrent de voortgang naar convergentie van de lidstaten die nog niet zijn overgegaan op de euro² en voor het geven van adviezen over de voorbereidingen die

nodig zijn voor het, te zijner tijd, onherroepelijk vastleggen van de wisselkoersen van die lidstaten (zie Hoofdstuk IV). Daarnaast levert de Algemene Raad een bijdrage aan bepaalde werkzaamheden van het ESCB, zoals adviesfuncties (zie Hoofdstuk X) en het bijeenbrengen van statistische gegevens (zie Hoofdstuk IX). In 2001 heeft de Algemene Raad vier maal vergaderd. Twee van deze vergaderingen werden gehouden in de vorm van een teleconferentie.

² *Krachtens het Protocol betreffende enkele bepalingen met betrekking tot het Verenigd Koninkrijk van Groot-Brittannië en het Protocol betreffende enkele bepalingen inzake Denemarken, die beide aan het Verdrag zijn gehecht, heeft deze rapportage voor het Verenigd Koninkrijk en Denemarken alleen te worden uitgevoerd als deze landen besluiten over te gaan op de euro.*

De Algemene Raad



Achterste rij (van links naar rechts): Klaus Liebscher, Guy Quaden, Antonio Fazio, Matti Vanhala, Lucas D. Papademos, Urban Bäckström, Ernst Welteke, Nout Wellink, Edward A. J. George, Maurice O'Connell, Jean-Claude Trichet
Voorste rij (van links naar rechts): Jaime Caruana, Yves Mersch, Christian Noyer, Willem F. Duisenberg, Bodil Nyboe Andersen, Vítor Constâncio

Willem F. Duisenberg

Christian Noyer

Bodil Nyboe Andersen

Urban Bäckström

Jaime Caruana

Vítor Constâncio

Antonio Fazio

Edward A. J. George

John Hurley (per 11 maart 2002)

Klaus Liebscher

Yves Mersch

Maurice O'Connell (tot en met 10 maart 2002)

Lucas D. Papademos

Guy Quaden

Jean-Claude Trichet

Matti Vanhala

Nout Wellink

Ernst Welteke

President van de ECB

Vice-President van de ECB

President van Danmarks Nationalbank

President van Sveriges Riksbank

President van de Banco de España

President van de Banco de Portugal

President van de Banca d'Italia

President van de Bank of England

President van de Central Bank of Ireland

President van de Oesterreichische Nationalbank

President van de Banque centrale du Luxembourg

President van de Central Bank of Ireland

President van de Bank van Griekenland

Gouverneur van de Nationale Bank van België/

Banque Nationale de Belgique

President van de Banque de France

President van Suomen Pankki – Finlands Bank

President van De Nederlandsche Bank

President van de Deutsche Bundesbank

3 De organisatie van de ECB

3.1 Beheer en controle

Naast de in de voorgaande paragrafen beschreven besluitvormende organen van de ECB, omvat de beheer- en controlestructuur van de ECB ook verscheidene externe en interne controlelagen.

De Statuten van het ESCB (artikel 27) voorzien in twee controlelagen, te weten de externe accountants en de Europese Rekenkamer. De externe accountants controleren de jaarrekening van de ECB (Artikel 27.1 van de Statuten van het ESCB). De Europese Rekenkamer waakt over de doelmatigheid van het operationeel beheer van de ECB (Artikel 27.2).

Bovendien voert het Directoraat Interne audit, dat rechtstreeks aan de President van de ECB rapporteert, voortdurend krachtens een door de Directie verstrekt mandaat accountantscontroles uit. Het mandaat van het Directoraat Interne audit is vastgelegd in het Controlehandvest van de ECB. Dit handvest is vastgesteld op basis van de internationaal geldende normen voor de beroepsgroep.³ Tot slot is het Comité van Interne Accountants belast met het verrichten van accountantscontroles krachtens een mandaat van de Raad van Bestuur. Het controlebeleid van het ESCB is vastgesteld door de Raad van Bestuur om de accountantscontrole te waarborgen voor gezamenlijke projecten en gezamenlijke operationele systemen op het niveau van het ESCB.

De interne-controlestructuur van de ECB is gebaseerd op een functionele benadering, waarbij elke organisatorische eenheid (Afdeling, Directoraat of Directoraat-Generaal) voor de eigen interne controle en doelmatigheid verantwoordelijk is. Om dit te waarborgen leggen de eenheden binnen hun verantwoordelijkheidsgebieden een samenstel aan operationele controleprocedures ten uitvoer. Daarnaast leggen bepaalde eenheden adviezen en voorstellen voor aan de Directie met betrekking tot specifieke horizontaal gerichte

controle-aangelegenheden (zoals de Afdeling Interne Controle en Organisatie en de Afdeling Middle Office).

De Gedragsregels van de Europese Centrale Bank dienen als leidraad en toetssteen voor de werknemers van de ECB en de leden van de Directie, en zetten hen ertoe aan hoge normen van beroepsethiek in acht te nemen in hun taakvervulling bij de ECB en in hun contacten met nationale centrale banken, marktpartijen, vertegenwoordigers van de media en het brede publiek.⁴ In dit opzicht vormen de Gedragsregels een afspiegeling van de op initiatief van de Europese Ombudsman verrichte studie ter zake van gedragsregels voor functionarissen van de Gemeenschap in hun contacten met het publiek.

De Directie heeft tevens een samenstel van interne-controlemechanismen vastgesteld, waaronder gedetailleerde regels ter voorkoming van misbruik van gevoelige informatie over de financiële markten (regels ter voorkoming van misbruik van voorkennis en zogeheten "Chinese walls"). Het personeel van de ECB en de leden van de Directie wordt hierin verboden rechtstreeks of middellijk voordeel te trekken uit gevoelige informatie waarover zij kunnen beschikken, door voor eigen rekening en risico dan wel voor rekening en risico van derden financiële transacties uit te voeren.⁵ Bovendien heeft de Directie een Ethisch Adviseur aangesteld als raadgever inzake een aantal facetten van gedrag en geheimhouding onder werknemers. De Ethisch Adviseur waarborgt een consequente lezing van het Personeelsreglement, in het bijzonder de regels tegen misbruik van voorkennis.

³ Grondslagen en normen van de desbetreffende instellingen, zoals het Institute for Internal Auditors (IIA), de International Federation of Accountants (IFAC) en de Information Systems Audit and Control Association (ISACA).

⁴ Zie de Gedragscode van de Europese Centrale Bank conform Artikel 11.3 van het Reglement van Orde van de Europese Centrale Bank, Pb C 76, 8.3.2001 en de website van de ECB.

⁵ Zie Deel 1.2 van het Personeelsreglement van de ECB met daarin de gedrags- en geheimhoudingsregels; zie PB C 236, 22.8.2001 en de website van de ECB.

De begrotingsbevoegdheid van de ECB berust bij de Raad van Bestuur, die op voorstel van de Directie de begroting van de ECB vaststelt. Voorts staat het Begrotingscomité de Raad van Bestuur bij inzake aangelegenheden met betrekking tot de begroting van de ECB.

Om een bijdrage te leveren aan de bestrijding van fraude en andere onwettige activiteiten door de instellingen van de Europese Unie en de lidstaten, zijn de oorspronkelijke controlelagen binnen de ECB op basis van het Besluit van de Europese Centrale Bank betreffende de preventie van fraude (ECB/1999/5)⁶ versterkt door de oprichting van een Comité voor Fraudebestrijding. Het Comité wordt door het Directoraat Interne audit regelmatig op de hoogte gehouden van alle aangelegenheden met betrekking tot de vervulling van zijn taken.

Conform Verordening nr. 45/2001 van het Europese Parlement en de Europese Raad heeft de Directie met ingang van 1 januari 2002 een coördinator gegevensbeveiliging (*data protection officer*) benoemd.

3.2 Personeelsbeheer

Personeelsbezetting

Per ultimo 2001 bedroeg het aantal personeelsleden van de ECB, afkomstig uit alle vijftien lidstaten, 1.043, bij een totaal begroot aantal voltijdtaken van 1.118,5, tegen 941 per ultimo 2000. In de personeelsbegroting van de ECB voor het jaar 2002 is een maximum van 1.154,5 vastgesteld – een verhoging van 3,2% vergeleken met de personeelsbegroting voor 2001.

Bij het Directoraat-Generaal Onderzoek is een Gastonderzoekers-programma gestart, gericht op specifieke onderzoeksprojecten van hoog niveau op het gebied van het monetair beleid. Tot dusver zijn dertien gastonderzoekers gecontracteerd voor een gemiddelde verblijfsduur van twee maanden.

Bij hetzelfde Directoraat-Generaal bestaat een postdoctoraal onderzoeksprogramma bestemd voor zeer talentvolle jonge onderzoekers die ver zijn gevorderd met hun promotieonderzoek. Dit programma trok in 2001 dertien deelnemers voor een gemiddelde duur van drie maanden.

Bij de ECB als geheel, in bijna alle geledingen, werkten gedurende het jaar 87 stagiairs, meest economiestudenten, voor een gemiddelde duur van drie en een halve maand.

Personeelsbeleid

De regels voor aanstelling en bevordering van personeel zijn elk geformuleerd in een Administratieve Circulaire. De regels moeten waarborgen dat aanstelling en bevordering geschieden op basis van opleidingsgraad, openbaarheid, transparantie en gelijke behandeling en beogen een eerlijke, gelijkbepalende aanstellings- en bevorderingspraktijk.

Als tegenhanger van de jaarlijkse beoordelingsgesprekken is een gedifferentieerd terugkoppelingsproces voor managers ingesteld. De nadruk ligt bij dit proces op de ontwikkeling van de eigen managementkwaliteiten. Managers (Afdelingschefs, Directeuren, Vice-Directeuren-Generaal en Directeuren-Generaal) en leden van de Directie kunnen zich op vrijwillige basis aanmelden voor deelname aan dit proces, waarin zij hun directe medewerkers op ondergeschikt of gelijk niveau, en indien van toepassing ook externe informanten, vragen om commentaar op hun functioneren. Voor de eerste ronde hebben zich 39 managers opgegeven.

Kinderopvang en Europese School

Het kinderdagverblijf van de ECB is vanuit zijn voorlopige huisvesting naar een permanent

⁶ Zie Besluit van de Europese Centrale Bank van 7 oktober 1999 betreffende de preventie van fraude (ECB/1999/5), Pb L 291 van 13.11.1999. In verband hiermee is het Reglement van Orde van de Europese Centrale Bank aangepast door toevoeging van een nieuw artikel 9a; zie Pb L 314 van 8.12.1999.

onderkomen verhuisd. Gezien de grote vraag naar kindplaatsen zal ook de voorlopige huisvesting echter open blijven totdat de permanente kan worden uitgebreid. Uiteindelijk zullen daar rond de 130 kinderen in de leeftijd tot zes jaar kunnen worden geplaatst.

De bouwplannen voor de Europese School, die is opgericht door de Raad van Bestuur van de Europese Scholen, hebben vertraging opgelopen. Derhalve zal deze school voor kleuter- en basisonderwijs in het schooljaar 2002-2003 in een tijdelijk onderkomen van start gaan. Er komen vier afdelingen met als voertalen respectievelijk Engels, Frans, Duits en Italiaans.

Betrekkingen met het personeel

Naast het reguliere overleg over wijziging van de Arbeidsvoorwaarden, het Personeelsreglement en andere zaken, is in het informele overleg met het Personeelscomité in 2001 ook over tal van andere onderwerpen gesproken, tijdens de tweede helft van het jaar vooral over de veiligheidssituatie bij de ECB.

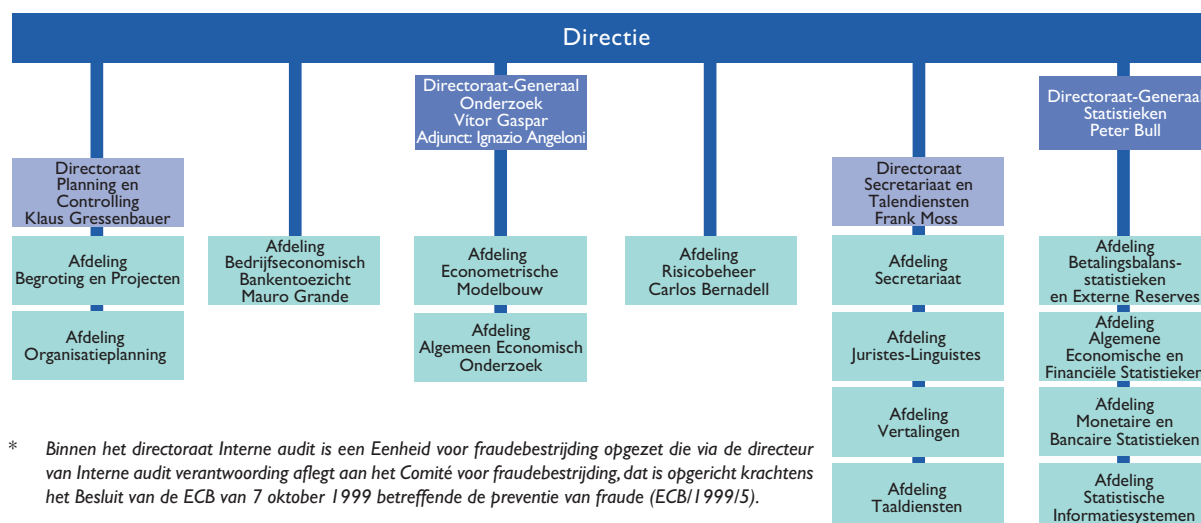
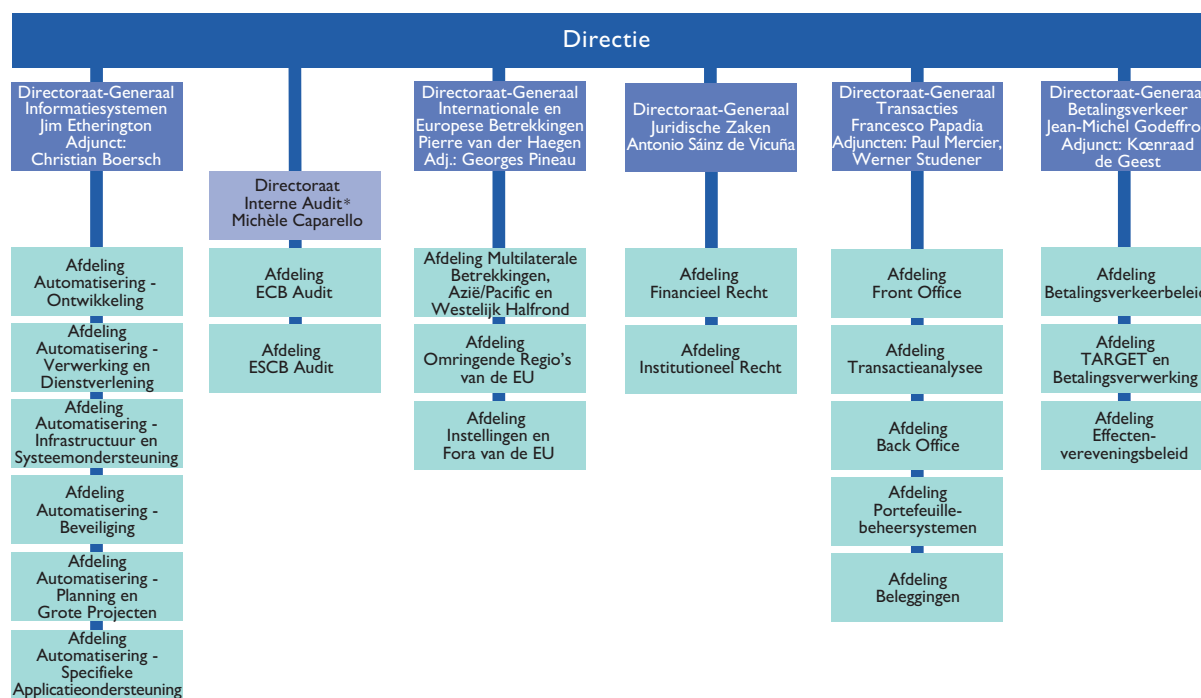
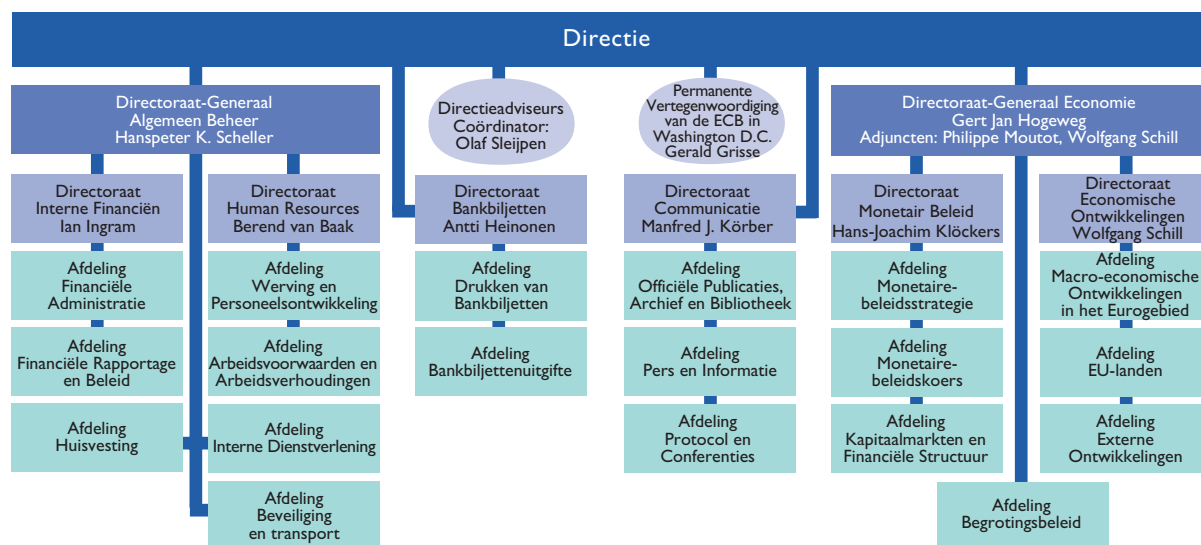
De Vereniging van Werknemers van de ECB (USE) heeft zich uitgesproken over de voor-

stellen tot wijziging van de Arbeidsvoorwaarden en het Personeelsreglement. De kwestie van de erkenning van de USE en van een externe vakbond als sociale partners bij de onderhandelingen over collectieve arbeidsovereenkomsten is nog in behandeling bij het Europese Hof van eerste instantie.

3.3 Het organisatieschema van de ECB

Op grond van de ervaring opgedaan tijdens de eerste drie en een half jaar van het bestaan van de ECB heeft de Directie besloten tot een partiële reorganisatie. Teneinde de synergie tussen de diverse onderdelen van de ECB te maximaliseren, heeft de Directie besloten wijzigingen aan te brengen in de verantwoordelijkheden van individuele Directieleden. Ook werden wijzigingen aangebracht in de taakstelling van enkele onderdelen van de ECB. Deze veranderingen zijn van kracht geworden op 1 januari respectievelijk 1 maart 2002 en komen tot uiting in het nieuwe Organisationschema. Ook wordt hierin beter dan voorheen tot uitdrukking gebracht dat de Directie inzake het dagelijks bestuur van de ECB optreedt als collectief orgaan.

3.3 Het organisatieschema van de ECB



* Binnen het directoraat Interne audit is een Eenheid voor fraudebestrijding opgezet die via de directeur van Interne audit verantwoording aflegt aan het Comité voor fraudebestrijding, dat is opgericht krachtens het Besluit van de ECB van 7 oktober 1999 betreffende de preventie van fraude (ECB/1999/15).

4 Sociale dialoog binnen het ESCB

Op basis van een akkoord met drie Europese vakfederaties die medewerkers van het ESCB vertegenwoordigen, voert de ECB Sociaal Overleg met vertegenwoordigers van werknemers van de nationale centrale banken en van de ECB. Doel van dit Sociaal overleg is de werknemers te informeren en van gedachten te wisselen over voorgenomen besluiten van de besluitvormende organen van de ECB met betrekking tot de taken van het ESCB, voor-

zover die besluiten van aanzienlijke invloed zijn op de werkgelegenheidssituatie en de werkomstandigheden bij de centrale banken. In 2001 heeft het Sociaal Overleg tweemaal plaatsgehad. Voornaamste gespreksonderwerp was de toekomstige productie van eurobankbiljetten. Ook werd gesproken over ontwikkelingen in TARGET en in bedrijfseconomisch toezicht.

5 Comités van het ESCB

De comités van het ESCB hebben ook het afgelopen jaar een belangrijke bijdrage geleverd aan de vervulling van de taken van het Eurosysteem/ESCB. In juli 2001 heeft de Raad van Bestuur hun mandaat geprolongeerd en de respectievelijke voorzitters voor opnieuw drie jaar herbenoemd. Op verzoek van zowel de Raad van Bestuur als de Directie hebben de comités van het ESCB kennis op hun vakgebieden aangedragen en zo het besluitvormingsproces vergemakkelijkt. De comités van het ESCB bestaan uit vertegenwoordigers van de centrale banken in het Eurosysteem en zo

nodig van andere ter zake kundige lichamen, zoals nationale toezichthouders in het geval van het Comité voor banktoezicht. De nationale centrale banken van de lidstaten die nog niet op de euro zijn overgegaan vaardigen elk eveneens vertegenwoordigers af naar vergaderingen van een ESCB-comité waar zaken worden behandeld die onder de bevoegdheid van de Algemene Raad vallen. Er zijn thans twaalf comités, alle opgericht krachtens artikel 9 van het Reglement van Orde van de Europese Centrale Bank.

Comités van het ESCB en hun voorzitters

Comité voor administratieve verslagleggingsvraagstukken en monetaire inkomsten
Hanspeter K. Scheller

Comité voor internationale betrekkingen
Hervé Hannoun

Comité voor banktoezicht
Edgar Meister

Juridisch comité
Antonio Sáinz de Vicuña

Comité bankbiljetten
Antti Heinonen

Comité markttransacties
Francesco Papadia

Comité voor externe communicatie
Manfred J. Körber

Comité voor het monetaire beleid
Gert Jan Hogeweg

Automatiseringscomité
Jim Etherington

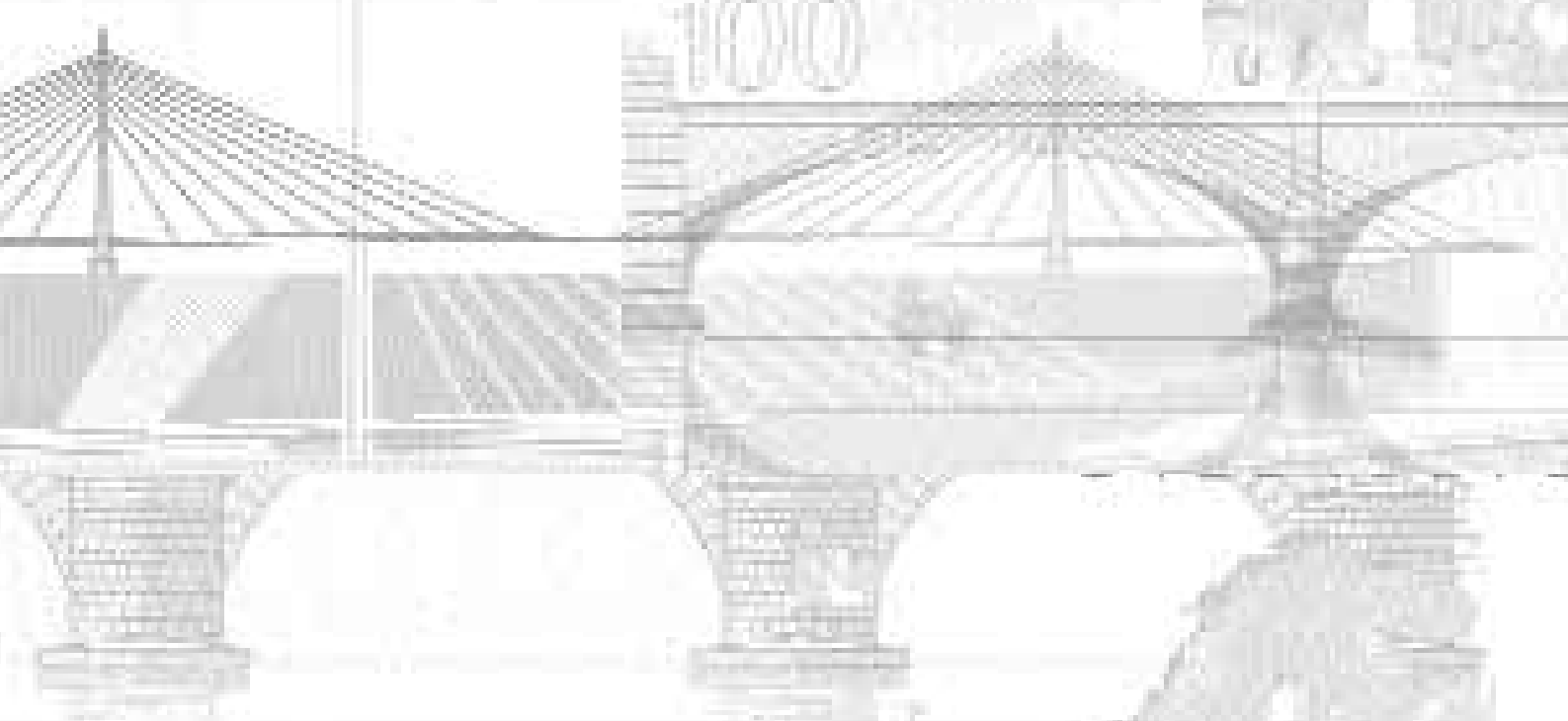
Comité voor betalings- en vereveningssystemen
Jean-Michel Godeffroy

Comité van interne accountants
Michèle Caparello

Comité statistieken
Peter Bull

Naast de comités van het ESCB is door de Raad van Bestuur in 1998, op basis van artikel 15 van het Reglement van Orde van de ECB, het Begrotingscomité opgericht. Het comité bestaat uit vertegenwoordigers van de centrale banken van het Eurosysteem en

assisteert de Raad van Bestuur in zaken betreffende de begroting van de ECB. In juli 2001 heeft de Raad van Bestuur een gewijzigd mandaat voor de begrotingscommissie aangenomen en voorzitter Liam Barron voor nog eens drie jaar herbenoemd.



Nederland: **Een paar minuten na middernacht op 1 januari 2002 pinnen Nederlandse jongeren hun eerste eurobankbiljetten uit een geldautomaat in Maastricht.**

HOOFDSTUK XIII

Jaarrekening van de ECB en geconsolideerde balans van het Eurosysteem 2001

Balans per 31 december 2001

Activa	Zie toelichting onder	2001 €	2000 €
1 Goud en goudvorderingen	1	7.766.265.040	7.040.906.565
2 Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta	2		
2.1 Vorderingen op het IMF		72.074.161	0
2.2 Tegoeden bij banken en beleggingen in waardepapieren, externe leningen en overige externe activa		41.162.620.238	37.475.047.829
		41.234.694.399	37.475.047.829
3 Vorderingen op ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta	2	3.636.568.460	3.824.522.571
4 Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro	3		
Tegoeden bij banken, beleggingen in waardepapieren en leningen		391.170.869	698.252.463
5 Overige vorderingen op kredietinstellingen in het eurogebied, luidende in euro	4	0	288.143.000
6 Waardepapieren uitgegeven door ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro	5	4.423.742.115	3.667.731.194
7 Vorderingen binnen het Eurosysteem	6		
Overige vorderingen binnen het Eurosysteem (netto)		9.697.303.920	13.080.794.017
8 Overige activa			
8.1 Materiële en immateriële vaste activa	7.1	100.585.654	64.168.178
8.2 Overige financiële activa	7.2	92.762.198	81.758.341
8.3 Herwaarderingsverschillen op niet uit de balans blijkende instrumenten		0	251.564.471
8.4 Overlopende activa	7.3	620.508.777	862.316.142
8.5 Diversen	7.4	97.569.394	3.747.484
		911.426.023	1.263.554.616
Totaal activa		68.061.170.826	67.338.952.255
Pro memorie:			
Termijnvorderingen in euro		0	2.885.697.468

Passiva	Zie toelichting onder	2001 €	2000 €
1 Verplichtingen aan kredietinstellingen in het eurogebied, luidende in euro	8	0	288.143.000
2 Verplichtingen aan overige ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro	9	1.022.000.000	1.080.000.000
3 Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro	10	271.375.580	3.421.112.123
4 Verplichtingen aan ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta	11	17.192.783	0
5 Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta	11		
Deposito's, tegoeden en andere verplichtingen		5.840.349.099	4.803.381.255
6 Verplichtingen binnen het Eurosysteem	12		
Verplichtingen uit hoofde van de overdracht van externe reserves		40.497.150.000	39.468.950.000
7 Overige passiva	13		
7.1 Overlopende passiva		1.759.319.678	1.626.022.228
7.2 Diversen		94.122.190	52.005.650
		1.853.441.868	1.678.027.878
8 Voorzieningen	14	2.803.216.269	2.637.039.135
9 Herwaarderingsrekeningen	15	9.429.002.830	7.972.626.864
10 Kapitaal en reserves	16		
10.1 Kapitaal		4.097.229.250	3.999.550.250
10.2 Reserves		408.393.225	0
		4.505.622.475	3.999.550.250
11 Winst over het boekjaar		1.821.819.922	1.990.121.750
Totaal passiva		68.061.170.826	67.338.952.255
Pro memorie:			
Termijnverplichtingen in vreemde valuta		0	2.885.697.468

Winst- en verliesrekening over het jaar 2001

	Zie toelichting onder	2001 €	2000 €
Rentebaten op externe reserves		1.707.431.459	2.507.164.892
Overige rentebaten		2.271.293.068	4.657.469.867
<i>1.1 Rentebaten</i>		3.978.724.527	7.164.634.759
Vergoeding op vorderingen van nationale centrale banken uit hoofde van overgedragen externe reserves		(1.509.312.118)	(1.375.110.826)
Overige rentelasten		(1.698.022.587)	(4.375.476.075)
<i>1.2 Rentelasten</i>		(3.207.334.705)	(5.750.586.901)
1 Netto rentebaten	1	771.389.822	1.414.047.858
2.1 Gerealiseerd verkoop- en valutaresultaat	2	1.351.881.733	3.352.768.266
2.2 Afwaarderingen van financiële activa en posities	3	(109.023.392)	(1.084.563)
2.3 Toevoeging/onttrekking aan voorzieningen voor valuta- en koersrisico's		109.023.392	(2.600.000.000)
2 Netto baten uit hoofde van gerealiseerd verkoop- en valutaresultaat, afwaarderingen en risicovoorzieningen		1.351.881.733	751.683.703
3 Netto provisiebaten e.d.	4	298.120	673.498
4 Overige baten	5	1.393.851	904.158
Totaal netto baten		2.124.963.526	2.167.309.217
5 Personeelskosten	6 & 7	(97.288.818)	(80.275.827)
6 Beheerskosten	8	(185.712.394)	(82.808.524)
7 Afschrijvingen op (im)materiële vaste activa		(20.142.392)	(14.103.116)
Winst over het boekjaar		1.821.819.922	1.990.121.750

Frankfurt am Main, 12 maart 2002

EUROPESE CENTRALE BANK

Willem F. Duisenberg
President

Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening¹

Vorm en presentatie van de jaarrekening

De jaarrekening van de Europese Centrale Bank (ECB) is zodanig opgesteld dat een getrouw beeld wordt gegeven van de grootte en de samenstelling van het vermogen van de ECB en van de resultaten van haar bedrijf. De jaarrekening is opgesteld conform de onderstaand uiteengezette grondslagen voor waardering en resultaatbepaling, die door de Raad van Bestuur van de ECB passend worden geacht voor een centrale bank. Deze grondslagen volgen de bepalingen van artikel 26.4 van de Statuten van het ESCB, die geharmoniseerde regels voor waardering en resultaatbepaling ten aanzien van de werkzaamheden van het Eurosysteem vereisen.

Grondslagen voor waardering en resultaatbepaling

De toegepaste grondslagen voor waardering en resultaatbepaling zijn: de beginselen van economische realiteit en transparantie, het voorzichtigheidsbeginsel, de verwerking van gebeurtenissen na de balansdatum, het materialiteitsbeginsel, de periode-toerekeningsgrondslag, het continuïteitsbeginsel en de beginselen van consistentie en vergelijkbaarheid.

Waarderingsgrondslagen

De activa en passiva worden opgenomen tegen historische kostprijs, waarbij de waardering van verhandelbare waardepapieren, goud en alle andere in de balans opgenomen alsmede de niet uit de balans blijkende vorderingen en verplichtingen luidende in vreemde valuta plaatsvindt tegen marktwaarde. Transacties in financiële activa en passiva worden verantwoord op het moment waarop zij worden afgewikkeld.

Goud en in vreemde valuta luidende activa en passiva

In vreemde valuta luidende activa en passiva worden in euro omgerekend tegen de op de balansdatum geldende marktcoers. Baten en lasten worden omgerekend tegen de op de datum van afwikkeling geldende marktcoers. De valutakoersherwaardering van in vreemde valuta luidende activa en passiva, met inbegrip van de niet uit de balans blijkende vorderingen en verplichtingen, vindt plaats per valutasoort.

Prijsherwaardering van in vreemde valuta luidende activa en passiva geschiedt onafhankelijk van de valutakoersherwaardering.

Met betrekking tot goud wordt geen verschil gemaakt tussen prijs- en valutakoersherwaarderingsverschillen; het goud is gewaardeerd op basis van de prijs in euro per fine ounce, afgeleid van de koers van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar per 28 december 2001.

Waardepapieren

Alle verhandelbare waardepapieren en vergelijkbare activa worden gewaardeerd tegen de gemiddelde marktwaarde per de balansdatum. Voor het jaar 2001 zijn daartoe de gemiddelden per 28 december 2001 gebruikt. Niet-verhandelbare waardepapieren worden gewaardeerd tegen kostprijs.

Verantwoording van baten en lasten

Baten en lasten worden toegerekend aan de periode waarop zij betrekking hebben. Gerealiseerde winsten en verliezen worden in de winst- en verliesrekening opgenomen. Een gemiddelde-kostprijsmethode wordt op

¹ De grondslagen voor de jaarrekening van de ECB zijn vastgelegd in een Besluit van de Raad van Bestuur van de ECB van 12 december 2000 (ECB/2000/16) Pb L 33 van 2 februari 2001.

dagbasis toegepast om de aanschaffingsprijs van afzonderlijke posten te berekenen. Bij een ongerealiseerd verlies op een post per de jaartultimo wordt de gemiddelde aanschaffingsprijs van de desbetreffende post verminderd rekening houdend met de valutakoers en/of de marktprijs per de jaartultimo. Ongerealiseerde winsten worden niet als baten verantwoord, maar worden rechtstreeks ten gunste van een herwaarderingsrekening gebracht. Ongerealiseerde verliezen worden ten laste van het resultaat gebracht indien zij ongerealiseerde winsten opgenomen in de overeenkomstige herwaarderingsrekening te boven gaan. Ongerealiseerde verliezen met betrekking tot enig fonds, enige valuta of goud worden niet gecompenseerd met ongerealiseerde winsten op andere fondsen of valuta's. Agio of disagio inzake aangekochte waardepapieren wordt verantwoord als onderdeel van de rentebaten en wordt over de looptijd van het desbetreffende actief geamortiseerd.

Repo's

Repo's worden in de balans opgenomen als ontvangen deposito's tegen onderpand. De deposito's en de waarde van de als onderpand dienende waardepapieren worden in de balans opgenomen. Waardepapieren die bij dergelijke transacties worden verkocht blijven in de balans van de ECB opgenomen als deel van de portefeuille waaruit zij zijn verkocht. Repo's met in vreemde valuta luidende waardepapieren hebben geen gevolgen voor de gemiddelde kostprijs van de valutapositie.

Omgekeerde repo's worden aan de actiefzijde van de balans opgenomen als leningen tegen onderpand, voor de waarde van de leningen. Bij dergelijke transacties verkregen waardepapieren zijn niet onderhevig aan herwaarderingsrekening.

Repo's en omgekeerde repo's (met inbegrip van de uitleen van effecten) uitgevoerd als onderdeel van een automatisch uitleenprogramma van effecten, worden alleen opgenomen op de balans onder dergelijke

transacties indien de lener hiertoe over de looptijd van de transactie onderpand in de vorm van contanten heeft verstrekt. In 2001 heeft de ECB geen onderpand in de vorm van contanten over de looptijd van een dergelijke transactie ontvangen.

Niet uit de balans blijvende instrumenten

Valuta-instrumenten, te weten valutatermijntransacties, het termijngedeelte van deviezenswaps en andere valuta-instrumenten waarbij een valuta op een in de toekomst gelegen datum wordt verhandeld tegen een andere valuta, worden voor de berekening van valutawinsten en -verliezen opgenomen in de netto valutapositie. Rente-instrumenten zijn onderhevig aan herwaarderingsrekening per post en worden behandeld op een wijze vergelijkbaar met die voor waardepapieren. Bij deviezenswaps wordt de termijnpositie geherwaardeerd in samenhang met de contante positie. Derhalve treedt per saldo geen waarderingsverschil op, aangezien de ontvangen valuta en de leveringsverplichting beide worden gewaardeerd tegen dezelfde marktkoers in euro. Verliezen en winsten uit hoofde van niet in de balans opgenomen instrumenten worden in het resultaat opgenomen en op dezelfde wijze behandeld als winsten en verliezen uit hoofde van in de balans opgenomen instrumenten.

Gebeurtenissen na balansdatum

Activa en passiva worden gecorrigeerd voor gebeurtenissen tussen de balansdatum en de datum waarop de Raad van Bestuur van de ECB de jaarrekening vaststelt, indien dergelijke gebeurtenissen van materiële invloed zijn op de waarde van de activa en passiva per de balansdatum.

Posities binnen het ESCB

Transacties binnen het ESCB zijn grensoverschrijdende transacties tussen twee centrale banken binnen de EU. Deze

transacties worden hoofdzakelijk verwerkt via TARGET² en leiden tot bilaterale saldi op rekeningen tussen die centrale banken in de EU die zijn aangesloten op TARGET. Deze bilaterale saldi worden dagelijks door middel van schuldvernieuwing gesaldeerd met de ECB, waardoor elke nationale centrale bank één netto bilaterale positie ten opzichte van de ECB overhoudt. Deze positie in de boeken van de ECB vertegenwoordigt de netto vordering of verplichting van elke nationale centrale bank ten opzichte van de rest van het ESCB.

Saldi binnen het ESCB die door de deelnemende nationale centrale banken ten opzichte van de ECB worden aangehouden (behoudens het kapitaal van de ECB en posities uit hoofde van de overdracht van externe reserves aan de ECB) worden vorderingen of verplichtingen binnen het Eurosysteem genoemd en worden in de balans van de ECB getoond als één enkele actief- of passiefpost.

Voor zover de niet-deelnemende nationale centrale banken dergelijke saldi aanhouden ten opzichte van de ECB, worden deze verantwoord onder “Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro”.

Materiële en immateriële activa

Materiële en immateriële activa worden gewaardeerd tegen kostprijs onder aftrek van afschrijvingen. De afschrijving vindt plaats volgens de lineaire methode, vanaf het kwartaal volgend op de aanschaffing, rekening houdend met de verwachte economische levensduur van de desbetreffende activa, te weten:

- Computers, aanverwante apparatuur en programmatuur, en vervoermiddelen: 4 jaar
- Inventaris, meubilair en installaties: 10 jaar
- Gebouwen en geactiveerde herinrichtingskosten: 25 jaar.

Vaste activa met een kostprijs van minder dan €10.000 worden in het jaar van aanschaf afgeboekt.

Pensioenregeling van de ECB

De ECB kent een pensioenregeling op basis van een zogeheten beschikbaar-premiestelsel. De activa van het pensioenfonds, die uitsluitend dienen ter dekking van de uitkeringen aan de deelnemers en hun nabestaanden, zijn in de overige activa van de ECB begrepen en worden separaat verantwoord. Waarderingswinsten en -verliezen op de activa van het pensioenfonds worden als baten en lasten van het fonds verantwoord in het jaar waarin zij zich voordoen. Ter zake van de uitkeringen ten laste van de uitkeringsrekening, die is opgebouwd uit de premies, bestaan minimumgaranties.

Toetreding van Griekenland tot het eurogebied

Gebeurtenissen na de toetreding van Griekenland tot het eurogebied op 1 januari 2001:³

- de Bank van Griekenland heeft aan de ECB een bedrag van € 97.679.000 overgemaakt, zijnde de resterende 95% van de bijdrage van de Bank van Griekenland aan het kapitaal van de ECB, naast de reeds gestorte 5%;

² *Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer systeem (zie ook Hoofdstuk VII).*

³ *Beschikking van de Raad (2000/427/EG) van 19 juni 2000 overeenkomstig artikel 122, lid 2, van het Verdrag betreffende de aanneming van een eenheidsmunt door Griekenland op 1 januari 2001, en conform artikel 49 van de Statuten van het ESCB en de krachtens dat artikel op 16 november 2000 door de Raad van Bestuur van de ECB vastgestelde rechtsinstrumenten.*

- de Bank van Griekenland heeft conform artikel 30.1 van de Statuten van het ESCB tussen 2 en 5 januari 2001 externe reserves ter waarde van € 1.278.260.161⁴ aan de ECB overgemaakt. Deze externe reserves bestonden uit goud, Amerikaanse dollars en Japanse yen in dezelfde verhouding als de begin 1999 door de andere deelnemende nationale centrale banken overgedragen bedragen. De valutacomponent werd in de vorm van liquide middelen en waardepapieren overgedragen. De Bank van Griekenland werd vervolgens gecrediteerd met een vordering op de ECB ter waarde van de door de Bank van Griekenland verrichte kapitaalstorting en overgedragen externe reserves.
- de waardedaling van de euro, met name ten opzichte van de Amerikaanse dollar, betekende dat de waarde in euro van de door de Bank van Griekenland overgedragen externe reserves, tegen de wisselkoersen per 29 december 2000, hoger was dan wanneer de Bank van Griekenland deze reserves gelijk met de andere deelnemende nationale centrale banken in 1999 had overgedragen. Als de Bank van Griekenland zou zijn gecrediteerd met een vordering van € 1.278.260.161, zouden zij in verhouding tot hun aandeel in het kapitaal van de ECB, een hoger aandeel hebben gehad in het totaal aan vorderingen van de deelnemende nationale centrale banken op de ECB. Met instemming van de Bank van Griekenland is deze vordering derhalve verminderd tot € 1.028.200.000 om zo te bewerkstelligen dat de vordering van de Bank van Griekenland op de ECB gelijke pas zou houden met het aandeel van de Bank van Griekenland in het kapitaal van de ECB.
- het verschil tussen de aangepaste vordering en de waarde van de overgedragen activa werd verantwoord als deel van de bijdrage van de Bank van Griekenland, verschuldigd conform artikel 49.2 van de Statuten van het ESCB, aan de voorzieningen en reserves van de ECB zoals die bestonden per 31 december 2000. De totale betaling door de Bank van

Griekenland uit hoofde van deze bijdragen bedroeg € 285.794.874 en kan als volgt worden uitgesplitst:

Bijdragen van de Bank van Griekenland conform artikel 49.2 van de Statuten van het ESCB

Voorzieningen en reserves van de ECB	Bedrag €	Zie toelichting op de balans onder
Bijzondere voorziening voor wisselkoersen- en renterisico	67.732.230	14
Herwaarderingsrekeningen	207.693.768	15
Algemeen reservefonds	10.368.876	16
Totaal	285.794.874	

Het uitstaande saldo ad € 35.734.713 werd op 30 maart 2001 voldaan na goedkeuring van de jaarrekening van de ECB over 2000.

Diversen

Gezien de rol van de ECB als centrale bank is de Directie van oordeel dat publicatie van een staat van herkomst en besteding van middelen geen additionele relevante informatie zou verschaffen.

De Raad van de Europese Unie heeft, met inachtneming van artikel 27 van de Statuten van het ESCB en op aanbeveling van de Raad van Bestuur van de ECB, de benoeming van PricewaterhouseCoopers GmbH als externe accountants van de ECB goedgekeurd.

⁴ Dit bedrag is vastgesteld door de waarde in euro, tegen de wisselkoersen per 29 december 2000, van de door de bestaande leden van het Eurosysteem reeds aan de ECB overgedragen deviezenreserves te vermenigvuldigen met de verhouding tussen het aantal aandelen waarop door de Bank van Griekenland was ingeschreven en het aantal reeds door de andere nationale centrale banken zonder derogatie volgestorte aandelen.

Toelichting op de balans

1 Goud en goudvorderingen

De goudvoorraad van de ECB bedraagt 24,7 miljoen *ounces fine gold* (2000: 24 miljoen ounces). In 2001 hebben geen transacties in goud plaatsgevonden. De toename van deze post is het gevolg van herwaardering en de overdracht van goud door de Bank van Griekenland conform artikel 30.1 van de Statuten van het ESCB (zie onder "Goud en in vreemde valuta luidende activa en passiva" en onder "Toetreding van Griekenland tot het eurogebied" in "Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening").

2 Vorderingen op niet-ingezetenen en ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta

2.1 Vorderingen op het IMF

Deze post omvat de per 31 december 2001 door de ECB aangehouden Bijzondere Trekkingsrechten (Special Drawing Rights, SDR's). In 2001 heeft de ECB een akkoord gesloten met het Internationale Monetaire Fonds (IMF), waarbij het IMF wordt gemachtigd namens de ECB SDR's te kopen en te verkopen tegen euro, zulks met inachtneming van minimum- en maximum-tegoeden.

Onder SDR wordt begrepen een valutamandje waarvan de waarde wordt bepaald als de gewogen som van de koersen van de vier belangrijkste valuta's (Amerikaanse dollar, Britse pond, Japanse yen en euro). SDR's worden bij de opstelling van de jaarrekening behandeld als in vreemde valuta luidende activa (zie onder "Goud en in vreemde valuta luidende activa en passiva" in "Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening").

2.1 Tegoeden bij banken en beleggingen in waardepapieren, externe leningen en overige externe activa Vorderingen op ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta

Deze vorderingen bestaan uit tegoeden bij buitenlandse banken, leningen luidende in vreemde valuta en beleggingen in waardepapieren, luidende in Amerikaanse dollars en Japanse yen.

3 Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro

Per 31 december 2001 bestond deze post uit bancaire deposito's bij niet-ingezetenen van het eurogebied.

4 Overige vorderingen op kredietinstellingen in het eurogebied, luidende in euro

Per 31 december 2001 bestonden er, behalve als onderdeel van het automatische uitleenprogramma van effecten (zie onder 18), geen uitstaande omgekeerde repo's afgesloten met kredietinstellingen in het eurogebied in verband met het beheer van het eigen vermogen van de ECB.

5 Waardepapieren uitgegeven door ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro

Deze waardepapieren bestaan uit verhandelbaar schuldpapier uitgegeven door bepaalde emittenten binnen het eurogebied met een hoog niveau van kredietwaardigheid.

6 Vorderingen binnen het Eurosysteem

Deze post bestaat hoofdzakelijk uit de TARGET-saldi van de deelnemende nationale centrale banken ten opzichte van de ECB (zie onder "Posities binnen het ESCB" in "Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening").

	2001 €	2000 €
Te vorderen van deelnemende nationale centrale banken ter zake van TARGET	66.908.187.928	59.010.910.157
Verschuldigd aan deelnemende nationale centrale banken ter zake van TARGET	(57.210.884.008)	(45.930.059.415)
per saldo	9.697.303.920	13.080.850.742

7 Overige activa

7.1 Materiële en immateriële vaste activa

De materiële vaste activa omvatten per 31 december 2001 hoofdzakelijk de volgende posten:

	Netto boekwaarde per 31 december 2001 €	Netto boekwaarde per 31 december 2000 €
Grond en gebouwen	39.288.068	1.305.097
Computers	28.703.744	21.042.849
Inventaris, meubilair, installaties en voertuigen	4.492.005	4.852.047
Activa in aanbouw	8.077.125	21.691.248
Overige vaste activa	20.024.712	15.276.937
Totaal	100.585.654	64.168.178

De grootste toename betrof, onder het hoofdje "Grond en gebouwen" de geactiveerde inrichtingskosten van het nieuwe pand van de ECB, het Eurotheum, alsmede overboekingen van de post "Activa in aanbouw" nadat de activa in gebruik waren genomen, en de aankoop van een officiële verblijfplaats voor Presidenten van de ECB.

7.2 Overige financiële activa

Deze post bestaat hoofdzakelijk uit:

- De beleggingen van het pensioenfonds van de ECB, gewaardeerd op € 53,9 miljoen (2000: € 42,9 miljoen). De aangehouden activa betreffen de beleggingen van de gecumuleerde pensioenpremies van de ECB en van het personeel van de ECB per 31 december 2001; deze beleggingen worden beheerd door een externe vermogensbeheerder. De reguliere premies van de ECB en de deelnemers zijn op maandbasis belegd. De activa van het fonds zijn niet uitwisselbaar met andere financiële activa van de ECB en de uit deze activa voortvloeiende netto baten vormen geen baten van de ECB, maar worden herbelegd in de desbetreffende fondsen ter dekking van de toekomstige pensioenuitkeringen. De waarde van de aangehouden activa is gebaseerd op de door de externe vermogensbeheerder toegepaste waardering op basis van beurskoersen per de jaarultimo.
- De ECB is houdster van 3.000 aandelen Bank voor Internationale Betalingen, die zijn opgenomen tegen de aanschaffingsprijs van € 38,5 miljoen.

7.3 Overlopende activa

Deze post bestaat hoofdzakelijk uit nog te ontvangen rente op waardepapieren en andere financiële activa.

7.4 Diversen

De toename van de post Diversen is voornamelijk het gevolg van het activeren van de productiekosten van bankbiljetten in verband met het vormen van een noodvoorraad eurobankbiljetten voor het Eurosysteem. Deze uitgaven zijn in eerste instantie gedragen door de ECB en zullen afhankelijk van het gebruik van deze voorraad door de nationale centrale

banken aan hen tegen kostprijs in rekening worden gebracht.

Deze post omvat tevens een vordering op het Ministerie van Financiën van de Bondsrepubliek Duitsland met betrekking tot terugvorderbare BTW en andere indirecte belastingen. Dergelijke belastingen zijn terugvorderbaar krachtens artikel 3 van het Protocol betreffende de voorrechten en immuniteiten van de Europese Gemeenschappen, dat ingevolge artikel 40 van de Statuten van het ESCB op de ECB van toepassing is.

8 Verplichtingen aan kredietinstellingen in het eurogebied, luidende in euro

Per 31 december 2001 bestonden er, behalve als onderdeel van het automatische uitleenprogramma van effecten (zie toelichting onder 18), geen uitstaande repo's afgesloten met kredietinstellingen in het eurogebied in verband met het beheer van het eigen vermogen van de ECB.

9 Verplichtingen aan overige ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro

Deze post omvat deposito's van leden van de Euro Banking Association (EBA), die voor de ECB als onderpand dienen met betrekking tot betalingen van de EBA die via het TARGET-systeem worden verevend.

10 Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro

Deze verplichtingen bestaan hoofdzakelijk uit bij de ECB aangehouden saldi van de niet-deelnemende nationale centrale banken voortvloeiend uit via het TARGET-systeem geleide transacties (zie onder "Posities binnen het ESCB" in "Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening").

11 Verplichtingen aan ingezetenen en niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta

Verplichtingen uit hoofde van repo's afgesloten met ingezetenen en niet-ingezetenen van het eurogebied in verband met het beheer van de deviezenreserves van de ECB.

12 Verplichtingen binnen het Eurosysteem

Deze post omvat de verplichtingen aan de deelnemende nationale centrale banken voortvloeiend uit de overdracht van externe reserves aan de ECB. De oorspronkelijke verplichtingen luiden in euro en zijn berekend op vaste basis al naar gelang de waarde van de activa op het moment van overdracht, waarbij rente wordt vergoed ter hoogte van de korte-herfinancieringsrentevoeten van het Eurosysteem, met een correctie vanwege een rendement van nul op de goudcomponent (zie de toelichting op de winst- en verliesrekening, onder 1). De totale verplichtingen zijn toegenomen als gevolg van de overdracht begin 2001 van dergelijke

activa door de Bank van Griekenland (zie onder “Toetreding van Griekenland tot het eurogebied” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”).

	Kapitaalsleutel	
	%	€
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,8658	1.432.900.000
Deutsche Bundesbank	24,4935	12.246.750.000
Bank van Griekenland	2,0564	1.028.200.000
Banco de España	8,8935	4.446.750.000
Banque de France	16,8337	8.416.850.000
Central Bank of Ireland	0,8496	424.800.000
Banca d'Italia	14,8950	7.447.500.000
Banque centrale du Luxembourg	0,1492	74.600.000
De Nederlandsche Bank	4,2780	2.139.000.000
Oesterreichische Nationalbank	2,3594	1.179.700.000
Banco de Portugal	1,9232	961.600.000
Suomen Pankki - Finlands Bank	1,3970	698.500.000
Totaal	80,9943	40.497.150.000

13 Overige passiva

Deze post bestaat hoofdzakelijk uit aan de nationale centrale banken verschuldigde rente ter zake van hun vorderingen uit hoofde van de overgedragen externe activa (zie onder 12). Tevens worden hier de verplichtingen van de ECB ten opzichte van het pensioenfonds van € 53,9 miljoen (2000: € 42,9 miljoen) en overige overlopende posten verantwoord.

14 Voorzieningen

Per 31 december 2000 is het nodig geacht, gezien het grote wisselkoers- en renterisico dat de ECB loopt en gezien de huidige omvang van de herwaarderingsreserves, een bijzondere voorziening voor deze risico's te treffen ten bedrage van € 2.600 miljoen. Conform artikel 49.2 van de Statuten van de

ESCB, heeft de Bank van Griekenland in maart 2001 eveneens een bedrag van € 67,7 miljoen aan deze voorziening bijgedragen (zie onder “Toetreding van Griekenland tot het eurogebied” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”). Jaarlijks zal worden gezien of deze voorziening moet worden voortgezet.

Deze post omvat tevens de administratieve voorzieningen met betrekking tot gemaakte kosten ter zake van goederen en diensten. In verband met het in 2001 door de ECB aangekondigde plan om een perceel grond in Frankfurt am Main aan te schaffen voor de bouw van een eigen pand, werd het noodzakelijk geacht een adequate voorziening te treffen voor de contractuele verplichting om bij het verlaten van het huidige pand, deze in oorspronkelijke staat terug te brengen.

15 Herwaarderingsrekeningen

Deze rekeningen bestaan uit herwaarderingsreserves uit hoofde van ongerealiseerde winsten op activa en passiva. De saldi omvatten de door de Bank van Griekenland geleverde bijdragen overeenkomstig artikel 49.2 van de Statuten van het ESCB (zie onder “Toetreding van Griekenland tot het eurogebied” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”).

	2001 €	2000 €
Goud	1.691.913.278	1.120.787.564
Deviezen	7.428.130.700	6.228.835.267
Waardepapieren	308.958.852	623.004.033
Totaal	9.429.002.830	7.972.626.864

16 Kapitaal en reserves

Kapitaal

De volgestorte bijdragen van de deelnemende nationale centrale banken aan het kapitaal van de ECB van € 5 miljard bedragen in totaal € 4.049.715.000 en zijn als volgt verdeeld:

	Kapitaalsleutel %	€
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,8658	143.290.000
Deutsche Bundesbank	24,4935	1.224.675.000
Bank van Griekenland	2,0564	102.820.000
Banco de España	8,8935	444.675.000
Banque de France	16,8337	841.685.000
Central Bank of Ireland	0,8496	42.480.000
Banca d'Italia	14,8950	744.750.000
Banque centrale du Luxembourg	0,1492	7.460.000
De Nederlandsche Bank	4,2780	213.900.000
Oesterreichische Nationalbank	2,3594	117.970.000
Banco de Portugal	1,9232	96.160.000
Suomen Pankki - Finlands Bank	1,3970	69.850.000
Totaal	80,9943	4.049.715.000

De bijdragen van de niet-deelnemende nationale centrale banken, gelijk aan 5% van de bijdragen die zij verschuldigd zouden zijn bij deelname aan de Monetaire Unie, bedragen in totaal € 47.514.250, en zijn als volgt verdeeld:

	Kapitaalsleutel %	€
Danmarks Nationalbank	1,6709	4.177.250
Sveriges Riksbank	2,6537	6.634.250
Bank of England	14,6811	36.702.750
Totaal	19,0057	47.514.250

Deze bedragen vormen bijdragen ten behoeve van de dekking van door de ECB te maken operationele kosten uit hoofde van taken voor de niet-deelnemende nationale centrale banken. De niet-deelnemende nationale centrale banken hoeven tot het

tijdstip van toetreding tot het Eurosysteem geen kapitaalbijdragen te storten boven de reeds vastgestelde bedragen. Zij hebben geen recht op een aandeel in de te verdelen winst van de ECB; evenmin hoeven zij eventuele verliezen van de ECB te financieren.

Reserves

Overeenkomstig artikel 33 van de Statuten van het ESCB en het besluit van de Raad van Bestuur van 29 maart 2001 is een bedrag van € 398 miljoen van de nettowinst over het jaar eindigende op 31 december 2000 overgemaakt naar het algemeen reservefonds. De resterende € 10,4 miljoen onder dit hoofdje heeft betrekking op de bijdrage die de Bank van Griekenland conform artikel 49.2 van de Statuten van het ESCB heeft geleverd aan het kapitaal van de ECB (zie onder "Toetreding van Griekenland tot het eurogebied" in "Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening").

17 Gebeurtenissen na balansdatum

De Raad van Bestuur heeft besloten dat de ECB en de 12 deelnemende nationale centrale banken die tezamen het Eurosysteem vormen, vanaf 1 januari 2002⁵ eurobankbiljetten zullen uitgeven. Aan de ECB is vanaf 2002 een aandeel van 8% van de totale waarde van de eurobankbiljetten in omloop toegekend terwijl 92% van de eurobankbiljetten door de 12 nationale centrale banken uitgegeven zullen worden.

Het aandeel van de ECB in de totale uitgifte van eurobankbiljetten zal worden gedekt door vorderingen op de nationale centrale banken aangezien deze de bankbiljetten voor de ECB in omloop brengen. Deze vorderingen, die rentedragend zullen zijn⁶,

⁵ Besluit van de ECB van 6 december 2001 betreffende de uitgifte van eurobankbiljetten (ECB/2001/15), PB nr. L 337 van 20 december 2001, blz. 52-54.

⁶ Besluit van de ECB van 6 december 2001 inzake de toedeling van monetaire inkomsten van de nationale centrale banken van de deelnemende lidstaten met ingang van het boekjaar 2002 (ECB/2001/16), PB nr. L 337 van 20 december 2001, blz. 55-61.

zullen onder de nationale centrale banken worden verdeeld naar rato van hun aandeel in het kapitaal van de ECB.

18 Automatisch effectenuitleenprogramma

Ten behoeve van het beheer van haar eigen vermogen heeft de ECB in 2001 een overeenkomst voor een automatisch effectenuitleenprogramma afgesloten, waarbij een daarvoor aangestelde persoon of instelling namens de ECB effectenuitleentransacties verricht met een aantal door de ECB daartoe aangewezen tegenpartijen. Per 31 december 2001 bestonden de onder deze overeenkomst uitstaande transacties uit repo's en omgekeerde repo's, elk met een waarde van € 1,6 miljard (zie onder "Repo's" in "Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening").

19 Niet uit de balans blijvende vorderingen en verplichtingen

De per 31 december 2000 uitstaande termijnevorderingen en -verplichtingen uit hoofde van deviezenswaps zijn gedurende 2001 vereffend.

Per 31 december 2001 waren er geen voorwaardelijke verplichtingen.

Toelichting op de winst- en verliesrekening

1 Netto rentebaten

Deze post omvat rentebaten, na aftrek van rentelasten, uit de in vreemde valuta luidende activa en passiva alsmede netto rentebaten uit saldi uit hoofde van TARGET-transacties en uit overige in euro luidende activa en passiva. De aan de deelnemende nationale centrale banken betaalde rentevergoeding uit hoofde van hun vorderingen op de ECB ter zake van de overeenkomstig artikel 30.1 van de Statuten van het ESCB overgedragen externe reserves wordt apart vermeld.

	2001 €	2000 €
Bruto rentebaten uit deviezenreserves	1.851.694.324	2.734.740.519
Rentelasten op deviezenverplichtingen	(144.262.865)	(227.575.627)
Netto rentebaten uit deviezenreserves	1.707.431.459	2.507.164.892

De daling van het rentesaldo vergeleken met 2000 is hoofdzakelijk het gevolg van een lager rentesaldo op in Amerikaanse dollars luidende activa. Deze daling werd deels gecompenseerd door hogere rentebaten uit de in vergelijking met 2000 hogere gemiddelde saldi uit hoofde van TARGET-transacties in 2001.

De saldi van "Overige rentebaten" en "Overige rentelasten" namen in 2001 af, voornamelijk als gevolg van het met ingang van 30 november 2000 salderen van de bilaterale TARGET-saldi. Alle aan TARGET gerelateerde bilaterale saldi tussen de nationale centrale banken van de EU-lidstaten en de ECB worden dagelijks aan het eind van de werkdag door middel van schuldvernieuwing gesaldeerd met de ECB, waardoor elke nationale centrale bank één netto bilaterale positie ten opzichte van de ECB overhoudt (zie onder "Posities binnen het ESCB" in "Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening").

2 Gerealiseerd verkoop- en valutaresultaat

De gerealiseerde nettowinst is hoofdzakelijk ontstaan door de verkoop van effecten in het kader van het normale portefeuillebeheer. De daling van de gerealiseerde nettowinst vergeleken met 2000 is voornamelijk het gevolg van het feit dat in 2000 aanzienlijke gerealiseerde winsten waren geboekt door interventies van de ECB op de valutamarkten. In deze post was toen tevens begrepen de winst uit de verkoop van de inkomsten uit deviezen sinds begin 1999. In 2001 hebben geen valuta-interventies plaatsgevonden en de verkoop van inkomsten uit deviezen is opgeschort.

3 Afwaarderingen van financiële activa en posities

Deze last is bijna geheel het gevolg van de afwaardering van de aanschaffingskosten van in de balans opgenomen waardepapieren tot de marktwaarde per 31 december 2001 door koersdalingen in de laatste maanden van 2001 (zie onder "Verantwoording van baten en lasten" in "Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening").

4 Netto provisiebaten e.d.

Deze post bestaat uit de volgende baten en lasten. De baten bestaan uit aan kredietinstellingen opgelegde boetes ter zake van niet-nakoming van de reserveverplichtingen.

	2001 €	2000 €
Baten uit provisie e.d.	931.206	1.296.112
Lasten met betrekking tot provisie e.d.	(633.086)	(622.614)
Netto baten uit provisie e.d.	298.120	673.498

5 Overige baten

De overige baten gedurende het boekjaar waren hoofdzakelijk het gevolg van de vrijval van ongebruikte administratieve voorzieningen.

6 Personeelskosten

Deze post heeft betrekking op salarissen en toelagen ten bedrage van € 82 miljoen (2000: € 67 miljoen), alsmede op werkgeversbijdragen aan het pensioenfonds van de ECB en ziekte- en ongevallenverzekering. De salarissen en toelagen van de leden van de Directie van de ECB bedroegen in totaal € 1,9 miljoen (2000: € 1,8 miljoen). Gedurende 2001 zijn geen pensioenen betaald aan voormalige leden van de Directie of aan hun nabestaanden. De salarissen en toelagen van het personeel, met inbegrip van de bezoldiging van hoge bestuursfunctionarissen, zijn in grote lijnen gebaseerd op en vergelijkbaar met de beloningsverhoudingen binnen de Europese Gemeenschappen.

Eind 2001 bedroeg het aantal personeelsleden van de ECB 1.043, waaronder 75 in bestuursfuncties. Gedurende 2001 bedroeg het gemiddelde aantal personeelsleden van de ECB 997, tegen 823 in 2000. Gedurende 2001 zijn 176 personeelsleden aangetrokken en hebben 74 personeelsleden de dienst verlaten.

7 De pensioenregeling van de ECB

Volgens het reglement moet eens per drie jaar een volledige actuariële waardering worden uitgevoerd. De meest recente actuariële waardering is per 31 december 2000 uitgevoerd, met gebruikmaking van de zogeheten Projected Unit Credit-methode, waarbij wordt uitgegaan van een minimaal bedrag aan verplichtingen gelijk aan de verschuldigde eenmalige contante uitkeringen bij beëindiging van het dienstverband.

De premielasten van de regeling worden geraamd op basis van het advies van een bevoegd actuaaris. De totale door de ECB betaalde pensioenpremies, met inbegrip van een voorziening voor arbeidsongeschiktheid en pensioenuitkeringen, bedroegen € 14,9 miljoen (2000: € 13,1 miljoen). Hierin is een voorziening begrepen voor pensioenen voor leden van de Directie ad € 0,7 miljoen (2000: € 0,6 miljoen). De in de toekomst door de ECB te betalen pensioenpremie bedraagt 16,5% van de pensioengrondslag van alle personeelsleden.

8 Beheerskosten

Deze kosten omvatten alle overige lopende kosten, te weten huur, onderhoud van de kantoorruimten, niet-investeringsgoederen en -inventaris, honoraria van adviseurs, en overige diensten en kantooormiddelen, evenals de kosten van werving, verhuizing, opleiding en huisvesting van personeel.

De stijging van de beheerskosten is hoofdzakelijk het gevolg van extra bedrijfskosten in verband met het tweede pand van de ECB, het Eurotheum, en hogere honoraria van adviseurs met name in verband met de voorbereidingen voor de Euro 2002 informatiecampagne.

President en Raad van Bestuur
van de Europese Centrale Bank

Frankfurt am Main

Wij hebben bijgaande financiële rekeningen van de Europese Centrale Bank per 31 december 2001 gecontroleerd. De Directie van de Europese Centrale Bank is verantwoordelijk voor de samenstelling van de rekeningen. Het is onze verantwoordelijkheid op grond van ons onderzoek een onafhankelijk oordeel te vormen en daaromtrent aan u verslag uit te brengen.

Wij hebben ons onderzoek verricht in overeenstemming met internationale controlegrondslagen. Een controle-onderzoek omvat steekproefsgewijze onderzoeken van stukken die betrekking hebben op de in de jaarrekening vervatte bedragen en toelichtingen. Een controle-onderzoek omvat tevens een beoordeling van de van belang zijnde schattingen en inzichten bij de opstelling van de jaarrekening, en van de vraag of de grondslagen voor waardering en resultaatbepaling passend waren gezien de omstandigheden waarin de Europese Centrale Bank zich bevindt en of daarvan naar behoren verslag wordt gedaan.

Naar ons oordeel geven de financiële rekeningen, die zijn opgesteld volgens de in het eerste deel van de toelichting op de financiële rekeningen van de Europese Centrale Bank uiteengezette grondslagen voor waardering en resultaatbepaling, een getrouw beeld van de grootte en de samenstelling van het vermogen van de Europese Centrale Bank per 31 december 2001 en van het resultaat voor het jaar 2001.

Frankfurt am Main, 13 maart 2002

PricewaterhouseCoopers

GmbH
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

(Wagener)
Controlerend accountant

(Kern)
Controlerend accountant

Toelichting op de winstverdeling

Deze toelichting maakt geen deel uit van de jaarrekening van de ECB over 2001 en is slechts ter informatie opgenomen.

Winstverdeling

Krachtens artikel 33 van de Statuten van de ECB wordt de nettowinst van de ECB in de volgende volgorde verdeeld:

- Een door de Raad van Bestuur vast te stellen bedrag dat niet meer dan 20% van de nettowinst mag bedragen, wordt naar het algemeen reservefonds overgedragen tot een maximum van 100% van het kapitaal;
- de resterende nettowinst wordt onder de aandeelhouders van de ECB verdeeld naar rato van hun gestorte aandelen.

In overeenstemming hiermee heeft de Raad van Bestuur op 21 maart 2002 besloten een bedrag van € 364 miljoen naar het algemeen reservefonds over te dragen en het restant te verdelen onder de deelnemende nationale centrale banken naar rato van hun gestorte aandelen.

Niet-deelnemende nationale centrale banken hebben geen recht op een aandeel in de te verdelen winst.

	2001 €	2000 €
Winst over het boekjaar	1.821.819.922	1.990.121.750
Toevoegingen aan algemeen reservefonds (364.363.984)		(398.024.350)
Te verdelen winst	1.457.455.938	1.592.097.400
Winstverdeling aan nationale centrale banken	(1.457.455.938)	(1.592.097.400)
Totaal	0	0

Geconsolideerde balans van het Eurosysteem per 31 december 2001

(EUR miljoen)

Activa	31 december 2001	1 januari 2001 *	31 december 2000
1 Goud en goudvorderingen	126.801	118.610	117.073
2 Vorderingen op niet-ingezetenen in het eurogebied, luidende in vreemde valuta			
2.1 Vorderingen op het IMF	32.008	27.106	26.738
2.2 Tegoeden bij banken en beleggingen in waardepapieren, externe leningen en overige externe activa	232.957	243.545	232.087
	264.965	270.651	258.825
3 Vorderingen op ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta	24.805	19.100	15.786
4 Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro			
4.1 Tegoeden bij banken, beleggingen in waardepapieren en leningen	5.707	4.149	3.750
4.2 Vorderingen uit hoofde van de kredietfaciliteit ingevolge het ERM-II	0	0	0
	5.707	4.149	3.750
5 Kredietverlening aan kredietinstellingen in het eurogebied uit hoofde van monetaire-beleidstransacties, luidende in euro			
5.1 Basis-herfinancieringstransacties	142.000	222.988	222.988
5.2 Langerlopende herfinancieringstransacties	60.000	45.000	45.000
5.3 "Fine-tuning"-transacties met wederinkoop	0	0	0
5.4 Structurele transacties met wederinkoop	0	0	0
5.5 Marginale beleningsfaciliteit	1.573	608	608
5.6 Kredieten uit hoofde van margestortingen	24	53	53
	203.598	268.648	268.648
6 Overige vorderingen op kredietinstellingen in het eurogebied, luidende in euro	487	2.286	578
7 Waardepapieren uitgegeven door ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro	27.984	29.059	26.071
8 Overheidsschuld, luidende in euro	68.603	69.375	57.671
9 Overige activa	90.813	91.208	87.676
Totaal activa	813.762	873.086	836.078

Als gevolg van afronding kloppen de tellingen niet in alle gevallen.

* De geconsolideerde balans per 1 januari 2001 laat, voor vergelijkingsdoeleinden, de effecten zien van de toetreding op die datum van de Bank van Griekenland tot het Eurosysteem. De mutaties zijn hoofdzakelijk het gevolg van het incorporeren van de activa en passiva van de Bank van Griekenland en de herrubricering van de vorderingen en verplichtingen van het Eurosysteem jegens Griekse ingezetenen als vorderingen en verplichtingen jegens ingezetenen van het eurogebied.

Passiva	31 december 2001	1 januari 2001 *	31 december 2000
1 Bankbiljetten in omloop	269.556	380.281	371.370
2 Verplichtingen aan kredietinstellingen in het eurogebied uit hoofde van monetaire-beleidstransacties, luidende in euro			
2.1 Rekeningen-courant (met inbegrip van reserveverplichtingen)	147.580	126.599	124.402
2.2 Depositofaciliteit	488	240	240
2.3 Termijndeposito's	0	0	0
2.4 "Fine-tuning"-transacties met wederinkoop	0	0	0
2.5 Deposito's uit hoofde van margestortingen	4	0	0
	148.072	126.839	124.642
3 Overige verplichtingen aan kredietinstellingen in het eurogebied, luidende in euro	37.159	10.950	305
4 Uitgegeven schuldbewijzen	2.939	3.784	3.784
5 Verplichtingen aan overige ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro			
5.1 Overheid	44.970	53.894	53.353
5.2 Overige verplichtingen	6.307	6.020	3.694
	51.277	59.914	57.047
6 Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro	9.446	11.412	10.824
7 Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro	2.525	6.143	806
8 Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta			
8.1 Deposito's, tegoeden en overige verplichtingen	20.227	14.193	12.414
8.2 Verplichtingen uit hoofde van de kredietfaciliteit ingevolge het ERM-II	0	0	0
	20.227	14.193	12.414
9 Tegenwaarde toegewezen bijzondere trekkingsrechten in het IMF	6.967	6.848	6.702
10 Overige passiva	76.107	74.691	72.277
11 Herwaarderingsrekeningen	125.367	117.972	117.986
12 Kapitaal en reserves	64.118	60.059	57.921
Totaal passiva	813.762	873.086	836.078

Bijlagen

Lijst van termen

Aanhoudingsperiode: periode waarover de nakoming van de **reserveverplichtingen** door **kredietinstellingen** wordt berekend. De aanhoudingsperiode voor de bij het **Eurostelsel** aangehouden minimumreserves is een maand, te rekenen vanaf de 24e kalenderdag van elke maand tot de 23e kalenderdag van de daaropvolgende maand.

Acquis communautaire: algemeen gebruikt begrip om de rechten en verplichtingen uit hoofde van EU-verdragen, -wetten en -verordeningen aan te duiden. De landen moeten het bestaande *acquis communautaire* hebben ingevoerd op het ogenblik van de toetreding.

Activa op de eerste lijst: verhandelbare activa die voldoen aan uniforme, voor het hele **eurogebied** geldende en door de **ECB** omschreven beleenbaarheidscriteria.

Activa op de tweede lijst: verhandelbare of niet-verhandelbare activa met specifieke beleenbaarheidscriteria, opgesteld door de nationale centrale bank, en goedgekeurd door de **ECB**.

Algemene overheid: bestaat uit de centrale overheid, de deelstaatoverheid en de lagere overheid en de sociale-verzekeringinstellingen, zoals gedefinieerd in het **Europees Stelsel van Rekeningen 1995**.

Algemene Raad: een van de bestuursorganen 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 15 nationale centrale banken van de EU-landen.

Basis-herfinancieringstransactie: een op regelmatige basis door het **Eurostelsel** uitgevoerde **open-markttransactie** in de vorm van een **transactie met wederinkoop**. Basis-herfinancieringstransacties worden uitgevoerd via wekelijkse **standaardtenders** en hebben normaliter een looptijd van twee weken.

Belangrijkste ECB-rentetarieven: de rentetarieven die de monetaire-beleidskoers van de **Europese Centrale Bank (ECB)** weerspiegelen en die worden vastgesteld door de **Raad van Bestuur**. Op dit ogenblik zijn de belangrijkste ECB-rentetarieven de **minimale inschrijvingsrente** voor de **basis-herfinancieringstransacties**, de rente op de **marginale beleningsfaciliteit** en de rente op de **depositofaciliteit**.

Benchmark: met betrekking tot investeringen is de benchmark een referentieportefeuille of -index die samengesteld is op grond van de doelstellingen inzake liquiditeit, risico en rendement van de investeringen. De benchmark kan dienst doen als vergelijkingsbasis voor de performance van de eigenlijke portefeuille. In verband met het beheer van de externe reserves van de **Europese Centrale Bank (ECB)** is de strategische benchmark een referentieportefeuille die de risicorendementsvoorkeur van de ECB op lange termijn weergeeft. De kenmerken ervan worden enkel in uitzonderlijke omstandigheden aangepast. De tactische benchmark weerspiegelt de risicorendementsvoorkeur van de ECB over een tijdspanne van enkele maanden, op basis van de geldende marktvoorwaarden. Deze benchmark wordt maandelijks herzien.

Betaling tegen betaling (PVP, payment versus payment): een mechanisme bij een valuta-transactiesysteem dat waarborgt dat de onherroepelijke overdracht van een valuta slechts geschiedt na de onherroepelijke overdracht van de andere valuta of valuta's.

Betalingssysteem: een op een privaatrechtelijke overeenkomst of wettelijke voorschriften gebaseerde formele regeling met meerdere deelnemers, gemeenschappelijke reglementen en gestandaardiseerde procedures ter overmaking en verevening van geldelijke verplichtingen tussen de deelnemers.

Bilaterale procedure: een procedure waarbij de centrale bank rechtstreeks een transactie aangaat met één **tegenpartij** of slechts enkele tegenpartijen zonder gebruik te maken van tender-procedures. Bilaterale procedures omvatten ook transacties die via de effectenbeurs of agenten in de markt worden uitgevoerd.

Centraal Effectendepositosysteem (CEDS): entiteit die instaat voor de bewaring en het beheer van effecten of andere financiële activa en voor de girale verwerking van effectentransacties. Effecten kunnen in materiële vorm bestaan (maar geïmmobiliseerd binnen het CEDS) of in gedematerialiseerde vorm (enkel als elektronische boekingen).

Chartale geldhoeveelheid: bestaat uit de in omloop zijnde bankbiljetten en munten die gewoonlijk worden gebruikt voor betalingen. Ze omvat de door het **Eurosysteem** en door andere **Monetaire Financiële Instellingen (MFI's)** in het eurogebied (in Ierland en Luxemburg) uitgegeven bankbiljetten, luidend in **euro** of in de nationale valuta's van het eurogebied, alsook de door sommige nationale centrale banken van het Eurosysteem en de centrale overheid uitgegeven munten. Over het geheel van 2002 zullen ook de aan de euro ten grondslag liggende valuta nog bij de chartale geldhoeveelheid worden gerekend, hoewel de euro vanaf 1 maart 2002 het enige wettelijke betaalmiddel is in alle landen van het eurogebied. De reden voor deze beslissing was dat de valuta's die samen de euro vormen gemakkelijk in euro kunnen worden omgezet tegen de onherroepelijk vastgestelde wisselkoersen. De in **M3** begrepen chartale geldhoeveelheid is een nettobegrip, wat betekent dat het enkel verwijst naar in omloop zijnde bankbiljetten en munten die niet in de MFI-sector worden aangehouden (zoals weergegeven in de **geconsolideerde balans van de MFI-sector**, wat betekent dat de door de MFI's uitgegeven, maar door hen aangehouden geldtekens – de “kasreserves” – daarvan werden afgetrokken). De chartale geldhoeveelheid omvat niet de eigen bankbiljetten die een centrale bank in voorraad heeft (aangezien die niet zijn uitgegeven), noch herdenkingsmunten die niet algemeen gebruikt worden voor betalingen.

Committee of European Securities Regulators (CESR): het in juni 2001 opgerichte Committee of European Securities Regulators is samengesteld uit vertegenwoordigers van de nationale toezichhoudende instanties voor de effectenmarkten. Het adviseert de **Europese Commissie** over aspecten van het effectenbeleid en speelt een belangrijke rol in de omzetting van de communautaire regelgeving in de lidstaten.

Convergentieprogramma's: zie **stabiliteitsprogramma's**.

Correspondentbanken-systeem: een regeling waarbij een kredietinstelling aan een andere kredietinstelling betalings- en andere diensten verleent. Betalingen via correspondentbanken worden veelal uitgevoerd via onderlinge rekeningen (nostro- en lororekeningen), waaraan vaste kredietlimieten kunnen zijn verbonden. De in dit kader verleende diensten zijn hoofdzakelijk grensoverschrijdend, maar kunnen een vorm aannemen waarbij de ene bank optreedt als agent voor de andere. Een lororekening is een term die door een correspondentbank wordt gebruikt om een rekening te beschrijven die namens een buitenlandse kredietinstelling wordt aangehouden; de buitenlandse kredietinstelling beschouwt deze rekening als een nostrorekening.

Correspondentenmodel voor centrale banken (CMCB): een model dat door het **Europees Stelsel van Centrale Bank** is gecreëerd om **tegenpartijen** in staat te stellen beleenbare activa

als onderpand over te dragen in een grensoverschrijdende context. In het CMCB kunnen de nationale centrale banken (NCB's) als bewaarnemer voor elkaar optreden. Dit betekent dat iedere NCB een effectenrekening aanhoudt voor elk van de andere NCB's (en voor de **Europese Centrale Bank**).

Criteria van Kopenhagen: de algemene criteria waaraan landen moeten voldoen alvorens lid te kunnen worden van de Europese Unie (EU) werden in algemene bewoordingen omschreven door de Europese Raad van Kopenhagen in juni 1993. De criteria van Kopenhagen vereisen dat het kandidaat-land: i) beschikt over stabiele instellingen die de democratie, de rechtsstaat, de mensenrechten en het respect voor en de bescherming van minderheden garanderen, ii) beschikt over een functionerende markteconomie alsook over het vermogen om de concurrentiedruk en de marktkrachten binnen de EU het hoofd te bieden, en iii) in staat is om de verplichtingen van het lidmaatschap op zich te nemen, wat mede inhoudt dat het de doelstellingen van een politieke eenmaking alsook van de **Economische en Monetaire Unie** onderschrijft.

Kandidaat-lidstaten: momenteel worden 13 landen in Midden- en Oost-Europa en in het Middellandse-Zeegebied door de **Europese Raad** erkend als kandidaten voor toetreding tot de Europese Unie (EU). Op dit ogenblik hebben de volgende 12 landen formele toetredingsonderhandelingen aangeknoopt: Bulgarije, Cyprus, Tsjechoë, Estland, Hongarije, Letland, Litouwen, Malta, Polen, Roemenië, Slowakije en Slovenië. Turkije wordt eveneens als een officiële toetredingskandidaat beschouwd, hoewel de onderhandelingen nog niet zijn begonnen, en is betrokken bij de Economische Dialoog met de EU. Wanneer dit Jaarverslag gewag maakt van kandidaat-lidstaten, worden de 12 landen bedoeld waarmee de onderhandelingen omtrent het EU-lidmaatschap aan de gang zijn.

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

Deposito's met opzegtermijn: spaardeposito's waarvoor de houder een vastgestelde opzegtermijn moet naleven alvorens zijn geld op te nemen. In sommige gevallen is het mogelijk een bepaald bedrag binnen een specifieke periode op te vragen of een bedrag eerder op te nemen tegen betaling van een strafrente. Deposito's met een opzegtermijn tot en met drie maanden behoren tot **M2** (en dus ook tot **M3**), terwijl die met een langere opzegtermijn vervat zijn in de (niet-monetaire) langerlopende financiële passiva van de sector van de **Monetaire Financiële Instellingen (MFI's)**.

Deposito's met vaste looptijd: hoofdzakelijk termijndeposito's met een gegeven looptijd die, naar gelang van de nationale gebruiken, ofwel niet in geld kunnen worden omgezet vóór de vervaldag ofwel enkel tegen een strafrente. Het omvat tevens bepaalde niet-verhandelbare schuldtitels, zoals niet-verhandelbare (voor particulieren bestemde) depositocertificaten. Deposito's met een vaste looptijd tot en met twee jaar zijn begrepen in **M2** (en dus ook in **M3**), terwijl die met een vaste looptijd van meer dan twee jaar behoren tot de (niet-monetaire) langerlopende financiële passiva van de sector van de **Monetaire Financiële Instellingen (MFI's)**.

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

Directie: een van de besluitvormende organen van de **Europese Centrale Bank (ECB)**. De Directie bestaat uit de President en de Vice-President van de ECB en vier overige leden die in onder-

linge overeenstemming worden benoemd door de staatshoofden of regeringsleiders van de lidstaten die op de **euro** zijn overgegaan.

Ecofin: zie **EU-Raad**.

Economisch en Financieel Comité: een communautair overlegorgaan dat bij de aanvang van de derde fase van de **Economische en Monetaire Unie** werd ingesteld, toen het Monetair Comité werd ontbonden. De lidstaten, de **Europese Commissie** en de **Europese Centrale Bank (ECB)** benoemen ieder ten hoogste twee leden van het Comité. Een van de twee door elk van de lidstaten aangewezen leden zal worden geselecteerd uit hooggeplaatste ambtenaren van de respectieve nationale overheidsinstantie en de andere uit hooggeplaatste ambtenaren van de respectieve nationale centrale bank. Artikel 114, lid 2, van het **Verdrag** geeft een overzicht van de taken van het Economisch en Financieel Comité, waaronder het volgen van de economische en financiële toestand van de lidstaten en de Gemeenschap.

Economische en Monetaire Unie (EMU): het **Verdrag** beschrijft het proces dat in drie fasen moet leiden tot de **EMU** in de Europese Unie (EU). De eerste fase van de EMU begon in juli 1990 en eindigde op 31 december 1993; zij werd hoofdzakelijk gekenmerkt door de ontmanteling van alle interne belemmeringen op de vrijheid van kapitaalverkeer binnen de EU. De tweede fase van de EMU begon op 1 januari 1994 en voorzag onder meer in de oprichting van het **Europees Monetair Instituut**, in een verbod op monetaire financiering van de overheidssector en op diens bevoorrechte toegang tot de financiële instellingen, en in de vermindering van buitensporige overheidstekorten. De derde fase is op 1 januari 1999 van start gegaan overeenkomstig het besluit krachtens artikel 121, lid 4, van het Verdrag met de overdracht van de monetaire bevoegdheden aan de **Europese Centrale Bank** en de invoering van de **euro**. De vorming van de EMU werd voltooid met de overgang naar de chartale euro op 1 januari 2002.

ECU (European Currency Unit): de ecu was een mandvaluta samengesteld uit vaste bedragen van twaalf van de vijftien valuta's van de lidstaten. De waarde van de ecu werd berekend als een gewogen gemiddelde van de waarde van de samenstellende valuta's. De ecu werd op 1 januari 1999 vervangen door de **euro** tegen een koers van één euro voor één ecu.

Effectentransactiesysteem: systeem dat het aanhouden of de overdracht van effecten of andere financiële activa mogelijk maakt, hetzij gratis, hetzij tegen betaling (**Levering tegen betaling**).

Effectieve (nominale/reële) wisselkoersen: nominale effectieve wisselkoersen bestaan uit een gewogen gemiddelde van diverse bilaterale wisselkoersen. Reële effectieve wisselkoersen zijn nominale effectieve wisselkoersen gedefleerd aan de hand van het gewogen gemiddelde van het verschil tussen binnen- en buitenlandse prijzen of kosten. Op deze wijze zijn zij een maatstaf voor het prijs- en kostenconcurrentievermogen. De **Europese Centrale Bank** berekent de nominale effectieve wisselkoers van de **euro** aan de hand van de valuta's van een beperkte en een grotere groep handelspartners van het **eurogebied**. Sinds januari 2001 bestaat de beperkte groep uit 12 industriële en onlangs geïndustrialiseerde partnerlanden, terwijl de grotere groep bestaat uit 38 handelspartners, waaronder de opkomende markteconomieën en de transitielanden. De reële effectieve wisselkoers van de euro wordt berekend aan de hand van alternatieve maatstaven voor prijzen en kosten.

Elektronisch geld (e-money): elektronische opslagvorm van monetaire waarden op een technische drager, gebruikt voor betalingen aan instellingen of ondernemingen andere dan de emitterende instelling zonder dat er bij de transactie noodzakelijk bankrekeningen betrokken zijn, maar fungerend als een betaalmiddel aan toonder waarin van tevoren waarde is opgeslagen (zie ook **veelzijdige opgewaardeerde kaart**).

EMU: zie **Economische en Monetaire Unie**.

EONIA (euro overnight index average): een maatstaf voor de effectieve rente die van toepassing is op de interbancaire eurodaggeldmarkt. EONIA wordt berekend als een gewogen gemiddelde van de rente over in euro luidende kortlopende krediettransacties zonder onderpand, zoals meegeëdeeld door een groep van deelnemende banken.

ERM II (exchange rate mechanism II): het wisselkoersarrangement dat het kader vormt voor samenwerking op het gebied van wisselkoersbeleid tussen het **eurogebied** en de EU-lidstaten die niet vanaf de start van de derde fase van de **Economische en Monetaire Unie** deel uitmaken van het eurogebied. Het lidmaatschap van ERM II is vrijwillig. Niettemin is de verwachting dat de EU-lidstaten met een derogatie aan het wisselkoersarrangement zullen meedoen. Op dit ogenblik neemt de Deense kroon aan ERM II deel met een fluctuatiemarge boven en onder de spilkoers ten opzichte van de **euro** van $\pm 2,25\%$. Interventies op de valutamarkt en financiering op de limietkoers van de standaard of smallere schommelingsmarges geschieden in principe automatisch en zijn ongelimiteerd, met beschikbare financiering op zeer korte termijn. De **Europese Centrale Bank** 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**.

EU-Raad: een instelling van de Europese Gemeenschap. De Raad bestaat uit vertegenwoordigers van de regeringen van de lidstaten, normaliter de ministers die bevoegd zijn voor de behandelde onderwerpen (derhalve is de Raad ook bekend als de Raad van Ministers). Wanneer de EU-Raad bijeenkomt in de samenstelling van de Ministers van Financiën en Economische Zaken wordt hij gewoonlijk **ECOFIN**-Raad genoemd. De EU-Raad kan ook bijeenkomen in de samenstelling van de staatshoofden en regeringsleiders. Zie ook **Europese Raad**.

EURIBOR (euro interbank offered rate): is de rente waartegen een primaire bank bereid is kredieten in **euro** te verlenen aan een andere primaire bank. De EURIBOR wordt dagelijks berekend voor interbancaire deposito's met een looptijd van een tot drie weken en van een tot twaalf maanden als het gemiddelde van de dagelijkse biedtarieven van een representatieve groep grote banken, en wordt afgerond op drie cijfers na de komma.

Euro Banking Association (EBA): een interbancaire organisatie die een forum biedt om alle voor zijn leden belangrijke aangelegenheden te onderzoeken en te bespreken, in het bijzonder de aangelegenheden die te maken hebben met het gebruik van de **euro** en het afwickelen van transacties in euro. Binnen de EBA is een Clearing Company opgericht (ABE Clearing, Société par Actions Simplifiée à capital variable) die de opdracht heeft vanaf 1 januari 1999 het Euro Clearing Systeem te beheeren. Het Euro Clearing Systeem (Euro I) is de opvolger van het ECU Verrekenings- en Verevenings-systeem.

EURO STOXX: STOXX Limited (www.stoxx.com) publiceert de Dow Jones STOXX indices die het verloop van de aandelenkoersen in Europa als geheel meten. De Dow Jones EURO STOXX index is een lid van die groep indices. Deze index aggregiert de koersen van een breed scala aan aandelen die uitsluitend afkomstig zijn van de landen die deel uitmaken van het **eurogebied**. Voorts omvat de Dow Jones EURO STOXX index drie soorten sectorindices (economische sector, marktsector en industriële bedrijven).

Euro: de naam van de Europese munteenheid zoals die werd aangenomen door de **Europese Raad** in Madrid op 15 en 16 december 1995. De naam "euro" is in de plaats gekomen van de in het **Verdrag** gebruikte term **ECU**.

Eurogebied: het gebied dat die lidstaten omvat waar de **euro**, overeenkomstig het **Verdrag**, als gemeenschappelijke munteenheid werd aangenomen en waar, onder de verantwoordelijkheid van de **Raad van Bestuur** van de **Europese Centrale Bank**, een gemeenschappelijk monetair beleid wordt gevoerd. Momenteel omvat het eurogebied België, Duitsland, Griekenland (dat toetrad op 1 januari 2001) Spanje, Frankrijk, Ierland, Italië, Luxemburg, Nederland, Oostenrijk, Portugal en Finland.

Eurogroep: informele groepering waar de **Ecofin**-ministers die de lidstaten van het **eurogebied** vertegenwoordigen, elkaar kunnen ontmoeten. De Eurogroep komt op regelmatige basis bijeen (gewoonlijk vóór de vergaderingen van de Ecofin-Raad) om aangelegenheden te bespreken die verband houden met de gedeelde verantwoordelijkheid van de lidstaten voor de gemeenschappelijke munt. De **Europese Commissie** en, waar nodig, de **Europese Centrale Bank** zijn uitgenodigd om deel te nemen aan die vergaderingen.

Europees Monetair Instituut (EMI): een tijdelijke, bij de aanvang van de tweede fase van de **Economische en Monetaire Unie** (op 1 januari 1994) opgerichte instelling. De twee voornaamste opdrachten van het EMI waren de samenwerking tussen de centrale banken en de coördinatie van het monetaire beleid versterken en de oprichting van het **Europees Stelsel van Centrale Banken** voorbereiden met het oog op het voeren van een gemeenschappelijk monetair beleid en de invoering van een eenheidsmunt in de derde fase. Op 1 juni 1998, na de oprichting van de **Europese Centrale Bank**, werd het EMI ontbonden.

Europees Parlement: bestaat uit 626 vertegenwoordigers van de burgers van de lidstaten. Het is een onderdeel van het wetgevende kader, maar met verschillende bevoegdheden, afhankelijk van de procedures volgens welke EU-wetgeving wordt aangenomen. In het kader van de **Economische en Monetaire Unie** heeft het Parlement vooral adviserende bevoegdheden. Het **Verdrag** voorziet echter wel in bepaalde procedures voor de democratische verantwoording van de **Europese Centrale Bank** aan het Parlement (presentatie van het jaarverslag, algemeen debat over het monetaire beleid, hoorzittingen voor de bevoegde parlementscommissies).

Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB): het ESCB bestaat uit de **Europese Centrale Bank (ECB)** en de nationale centrale banken van alle 15 lidstaten, dat wil zeggen dat het naast de leden van het **Eurosysteem** de nationale centrale banken omvat van de lidstaten die nog niet aan de **euro** deelnemen. Het ESCB wordt bestuurd door de **Raad van Bestuur** en de **Directie** van de ECB. Een derde besluitvormend orgaan van het ESCB is de **Algemene Raad**.

Europees Systeem van Rekeningen 1995 (ESR 1995): een stelsel van uniforme statistische definities en classificaties dat tot doel heeft een geharmoniseerde kwantitatieve beschrijving tot stand te brengen van de economieën van de EU-lidstaten. Het ESR is de communautaire versie van het mondiale Stelsel van Nationale Rekeningen 1993. Het ESR 1995 is een nieuwe versie van het Europees Stelsel van Economische Rekeningen, en werd in de loop van 1999 van toepassing overeenkomstig Verordening (EG) nr. 2223/96 van de Raad.

Europese Centrale Bank (ECB): de ECB is het centrum van het **Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB)** en het **Eurosysteem** en bezit rechtspersoonlijkheid ingevolge de communautaire regelgeving. Ze ziet erop toe dat de aan het Eurosysteem en het ESCB toevertrouwde taken worden uitgevoerd, hetzij door middel van haar eigen werkzaamheden, hetzij via de nationale centrale banken, zoals voorzien in de Statuten van het Europees Stelsel van Centrale Banken en de Europese Centrale Bank. De ECB wordt bestuurd door de **Raad van Bestuur** en de **Directie**. Een derde besluitvormend orgaan van de ECB is de **Algemene Raad**.

Europese Commissie (Commissie van de Europese Gemeenschappen): de instelling van de Europese Gemeenschap die belast is met de toepassing van de bepalingen van het **Verdrag**, initiatieven neemt terzake van het Communautair beleid, Gemeenschapswetgeving voorstelt en bevoegdheden heeft terzake van specifieke aangelegenheden. Op het gebied van het economische beleid stelt de Commissie globale richtsnoeren voor het economische beleid in de Gemeenschap voor en brengt zij verslag uit aan de **EU-Raad** omtrent de economische ontwikkelingen en het gevoerde beleid. Zij ziet toe op de overheidsfinanciën in het kader van het multilaterale toezicht en brengt verslag uit aan de Raad. De Commissie bestaat uit twintig leden en omvat twee staatsburgers van Duitsland, Spanje, Frankrijk, Italië en het Verenigd Koninkrijk en één van elk van de overige lidstaten.

Europese Raad: voorziet de Europese Unie van de nodige stimulansen bij haar ontwikkeling en bepaalt de algemene politieke uitgangspunten daarbij. De Raad is samengesteld uit de staatshoofden en regeringsleiders van de lidstaten en de Voorzitter van de **Europese Commissie** (zie ook **EU-Raad**).

Euro-spilkoers: de officiële wisselkoers van de tot het **ERM II** behorende valuta's ten opzichte van de **euro**, waarrond de ERM II-fluctuatiemarges zijn vastgelegd.

Eurostat: het statistisch bureau van de Europese Gemeenschappen. Eurostat maakt deel uit van de **Europese Commissie** en staat in voor de aanmaak van de statistische gegevens over de Europese Gemeenschap.

Eurosysteem: omvat de **Europese Centrale Bank (ECB)** en de nationale centrale banken (NCB's) van de lidstaten die in de derde fase van de **Economische en Monetaire Unie** de **euro** hebben aangenomen (zie ook **eurogebied**). Momenteel behoren twaalf NCB's tot het Eurosysteem. Het Eurosysteem wordt bestuurd door de **Raad van Bestuur** en de **Directie** van de ECB.

Fair Value Accounting (FVA): een waarderingsprincipe dat zegt dat de balanswaarde van financiële instrumenten moet worden bepaald door de marktprijs, als die bestaat, ofwel door een schatting van de marktprijs als de huidige waarde van de verwachte cashflow.

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

Frontloading: het verstrekken van **euro**bankbiljetten en/of -munten aan **kredietinstellingen** vóór 2002.

Geconsolideerde balans van de MFI-sector: de geconsolideerde balans van de sector **Monetaire Financiële Instellingen (MFI's)** wordt verkregen door het salderen van de onderlinge MFI-posities op de geaggregeerde balans van de MFI's (bijvoorbeeld onderlinge MFI-leningen en deposito's). Ze verschaft informatie over de activa en passiva van de MFI-sector ten opzichte van de niet tot die sector behorende ingezetenen van het **eurogebied** (de algemene overheid en andere ingezetenen van het eurogebied) en van de niet-ingezetenen van het eurogebied. De geconsolideerde balans is de belangrijkste statistische bron voor de berekening van de monetaire aggregaten en vormt tevens de basis voor de periodieke analyse van de tegenposten van **M3**.

Geharmoniseerde consumptieprijsindex (HICP): de door de **Raad van Bestuur** gehanteerde prijsmaatstaf voor de beoordeling van **prijsstabiliteit**. Teneinde te voldoen aan de in het **Verdrag** vereiste meting aan de hand van een op een vergelijkbare basis samengestelde consumptieprijsindex, en rekening houdend met verschillen in de nationale definities, heeft de **Europese**

Commissie (Eurostat), in nauwe samenwerking met de nationale instituten voor de statistiek, het **Europees Monetair Instituut** en later de **Europese Centrale Bank**, de HICP uitgewerkt.

Geldmarkt: de markt waarin korte-termijndfondsen worden verzameld, belegd en verhandeld met behulp van instrumenten die gewoonlijk een oorspronkelijke looptijd van tot en met een jaar hebben.

Girale deposito's: deposito's met een looptijd tot de volgende dag. Deze categorie van instrumenten bestaat voornamelijk uit direct opvraagbare deposito's die volledig overdraagbaar zijn (via cheques en dergelijke). Het omvat tevens niet-overdraagbare deposito's die onmiddellijk of aan het einde van de volgende werkdag in geld kunnen worden omgezet.

Grote betalingen: betalingen waarmee in het algemeen zeer hoge bedragen zijn gemoeid, die hoofdzakelijk tussen banken of tussen financiële-marktpartijen worden uitgewisseld en die gewoonlijk een snelle en tijdsgevoelige verevening vergen.

Herschikking: een wijziging in de spilkoers van een valuta die aan een wisselkoersstelsel deelneemt met een vaste maar aanpasbare pariteit. In **ERM II** bestaat een herschikking in een wijziging van de **euro-spilkoers**.

Impliciete rentevolatiliteit: een maatstaf van de verwachte volatiliteit van de toekomstige korte en lange rente, die kan worden afgeleid uit prijzen voor opties. Bij een bepaalde marktprijs voor een optie kan de impliciete volatiliteit worden afgeleid door gebruik te maken van een standaard optieprijsformule die uitdrukkelijk afhangt van, onder meer, de verwachte volatiliteit van de onderliggende activaprijs gedurende de periode tot de vervaldatum van de optie. De onderliggende activa kunnen futurescontracten zijn op korte rentetarieven, bijvoorbeeld de driemaands EURIBOR, of op langlopende obligaties zoals de Duitse tienjaars Bunds. Bij passende hypothesen kan de impliciete volatiliteit worden geïnterpreteerd als de door de markt verwachte volatiliteit tijdens de resterende termijn van de optie.

Interbancair betalingssysteem (IFTS): een **betalingssysteem** waarbij de meeste (of alle) rechtstreekse deelnemers **kredietinstellingen** zijn.

Internationale investeringspositie (i.i.p.) (of externe actief- of passiefpositie): de waarde en samenstelling van de voorraad van financiële vorderingen en financiële verplichtingen van een economie ten opzichte van de rest van de wereld. Momenteel wordt de i.i.p. van het eurogebied op netobasis samengesteld vanuit de geaggregeerde nationale gegevens.

Internationale reserves van het Eurosysteem: de reserves van het **eurogebied** bestaan uit de reserves van het **Eurosysteem**, dat wil zeggen de reserves van de **Europese Centrale Bank (ECB)** en de door de nationale centrale banken (NCB's) van de deelnemende lidstaten aangehouden reserves. De officiële reserves moeten effectief onder het toezicht staan van de bevoegde monetaire autoriteit, hetzij de ECB of de NCB van een van de deelnemende lidstaten, en betrekking hebben op zeer liquide, verhandelbare en kredietwaardige in vreemde valuta's (niet in **euro**) luidende vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied, plus goud, bijzondere trekkingsrechten en de reserveposities van de deelnemende NCB's in het Internationaal Monetair Fonds.

Koppelingssysteem (interlinking): één van de onderdelen van het **TARGET-systeem**. Dit begrip wordt gebruikt om de infrastructuur en procedures aan te duiden die binnenlandse **real-time bruto-vereveningssystemen (RTBV)** aan elkaar koppelen bij de verwerking van grensoverschrijdende betalingen binnen TARGET.

Kredietinstelling: een instelling zoals gedefinieerd in artikel 1, lid 1 van de Richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad van 20 maart 2000 betreffende de toegang tot en de uitoefening van de werkzaamheden van kredietinstellingen, gewijzigd door de Richtlijn 2000/28/EG van het Europees Parlement en de Raad van 18 september 2000. Volgens die definitie is een kredietinstelling (i) een onderneming waarvan de werkzaamheden bestaan in het van het publiek in ontvangst nemen van deposito's of van andere terugbetaalbare gelden en het verlenen van kredieten voor eigen rekening, of (ii) een niet onder (i) ressorterende onderneming of elke andere rechtspersoon die betaalmiddelen in de vorm van elektronisch geld uitgeeft. "Elektronisch geld" betekent een monetaire waarde in de vorm van een vordering op de uitgever, die (a) wordt opgeslagen op een elektronisch medium: (b) wordt uitgegeven tegen ontvangst van fondsen ten bedrage van niet minder dan de uitgegeven monetaire waarde; en (c) als betalingsmiddel wordt aanvaard door andere ondernemingen dan de uitgever.

Kredietverlening aan ingezetenen van het eurogebied: een brede maatstaf van de financiering van niet tot de sector **Monetaire Financiële Instellingen (MFI's)** behorende ingezetenen van het eurogebied (waaronder de **algemene overheid** en de particuliere sector) door de MFI-sector. Ze wordt gedefinieerd als (i) leningen en (ii) door MFI's aangehouden effecten. Deze laatste omvatten aandelen, deelnemingen en schuldbewijzen, uitgegeven door niet tot de MFI-sector behorende ingezetenen van het eurogebied. Aangezien effecten kunnen worden gezien als een alternatief voor leningen als financieringsbron en sommige leningen kunnen worden geëffectiseerd, geeft deze definitie nauwkeuriger informatie over het totale bedrag aan middelen dat door de MFI-sector aan de economie wordt verschaft dan een eng gedefinieerd geldbegrip waaronder slechts leningen zijn begrepen.

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

Levering tegen betaling (DVP, delivery versus payment): een mechanisme bij een **effectentransactiesysteem** dat waarborgt dat de onherroepelijke overdracht van activa (effecten of andere financiële instrumenten) slechts geschiedt na de onherroepelijke overdracht van andere activa.

"Link" tussen effectentransactiesystemen: koppelingsprocedures en -regelingen tussen twee **effectentransactiesystemen** voor de grensoverschrijdende overdrachten van effecten via elektronische weg.

Liquiditeitspositie in vreemde valuta's van het Eurosysteem: deze omvat de **internationale reserves van het Eurosysteem** en de andere vorderingen en verplichtingen van het Eurosysteem in deviezen, met inbegrip van posities ten opzichte van ingezetenen van het **eurogebied**, zoals valutadeposito's gedeponereerd bij in het eurogebied gevestigde financiële instellingen.

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 (zie **belangrijkste ECB-rentetarieven**).

Minimale inschrijvingsrente: de laagste rentevoet waartegen de **tegenpartijen** mogen inschrijven op variabele-rentetenders. Als een van de **belangrijkste ECB-rentetarieven** heeft deze rente

momenteel de rol overgenomen die de rente voor vaste-rentetenders voordien vervulde (zie **belangrijkste ECB-rentetarieven**).

Monetaire aggregaten: de **chartale geldomloop** plus de uitstaande bedragen van een aantal passiva van **Monetaire Financiële Instellingen** en de centrale overheid (Post, Schatkist) met een hoge liquiditeitsgraad in ruime zin. Het enge monetaire aggregaat **M1** werd gedefinieerd als de geldomloop plus **girale deposito's**. Het "intermediaire" 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-transacties**, aandelen/participaties in geldmarktfondsen, en geldmarktpapier en schuldbewijzen met een looptijd tot en met twee jaar. De **Raad van Bestuur** heeft een referentiewaarde aangekondigd voor de jaarlijkse groei van M3 (zie ook **referentiewaarde voor de monetaire groei**).

Monetaire Financiële Instellingen (MFI's): financiële instellingen die de gelduitgevende sector van het **eurogebied** uitmaken. Ze omvatten centrale banken, ingezeten **kredietinstellingen** zoals gedefinieerd in de communautaire regelgeving en alle andere ingezeten financiële instellingen die er hun bedrijf van maken deposito's en/of nauwe substituten van deposito's aan te trekken van andere entiteiten dan MFI's en die voor eigen rekening (tenminste in economische zin) krediet verstrekken en/of beleggen in effecten. De laatstgenoemde groep bestaat hoofdzakelijk uit geldmarktfondsen. Eind 2001 telde het eurogebied 8.868 MFI's (de **Europese Centrale Bank**, 12 nationale centrale banken, 7.218 kredietinstellingen, 1.631 geldmarktfondsen en 6 andere financiële instellingen).

Monetary policy strategy: de monetaire-beleidsstrategie van de **Europese Centrale Bank (ECB)** berust op de kwantitatieve definitie van **prijsstabiliteit** en twee analytische kaders ("pijlers") die bijdragen tot de beoordelingen van de risico's voor de toekomstige prijsstabiliteit. In de eerste pijler speelt geld een belangrijke rol: monetaire en kredietontwikkelingen worden grondig geanalyseerd op hun informatieve waarde. Hij bevat een referentiewaarde voor de geldgroei en een aantal modellen waarin monetaire en kredietontwikkelingen een rol spelen in het bepalen of voorspellen van prijsontwikkelingen. De tweede pijler berust op de analyse van een breed scala van andere economische en financiële variabelen. Hij bevat verschillende modellen waarin kostendruk en de relatie tussen aanbod van en vraag naar goederen, diensten en arbeidsmarkten de prijsontwikkelingen bepalen.

Netto-vereveningssysteem: een **betalingssysteem** waarbij de vereveningstransacties worden verricht op een bilaterale of multilaterale nettobasis.

Onderpand: activa verpand als garantie voor de aflossing van de kortlopende liquiditeitsleningen die **kredietinstellingen** van centrale banken ontvangen, alsook door kredietinstellingen aan centrale banken verkochte activa in het kader van **repo-transacties**.

Open-markttransactie: een op initiatief van de centrale bank op de financiële markten uitgevoerde transactie in één van de volgende vormen: (i) rechtstreekse aan- of verkoop van activa (contant of op termijn); (ii) koop of verkoop van activa krachtens een **repo-overeenkomst**; (iii) lening op **onderpand** van beleenbare activa; (iv) uitgifte van schuldbewijzen van de centrale bank; (v) aantrekken van termijndeposito's; of (vi) **deviezenswaps** tussen nationale en vreemde valuta's.

Optie: een optie is een financieel instrument dat de bezitter het recht geeft, maar niet de verplichting oplegt, een specifiek onderliggend activum (b.v. een obligatie of een aandeel) tegen een vooraf bepaalde prijs (de uitoefenprijs) te kopen of te verkopen op of tot een zekere toekomstige datum (de uitoefen- of vervaldatum). Een call-optie geeft de houder het recht het onderliggende activum te kopen tegen een overeengekomen uitoefenprijs, terwijl een put-optie de houder het recht geeft dat activum te verkopen tegen een afgesproken uitoefenprijs.

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

Prijsstabiliteit: het handhaven van de prijsstabiliteit is de voornaamste doelstelling van de **Europese Centrale Bank**. De **Raad van Bestuur** heeft een kwantitatieve definitie van prijsstabiliteit bekendgemaakt om duidelijk richting te geven aan de verwachtingen ten aanzien van prijsontwikkelingen. De Raad van Bestuur definieert prijsstabiliteit als een jaarlijkse stijging van de **geharmoniseerde consumptieprijsindex (HICP)** voor het **eurogebied** van minder dan 2%. De prijsstabiliteit volgens die definitie dient op de middellange termijn te worden gehandhaafd. De definitie bakent een bovengrens af voor het gemeten inflatietempo en tegelijkertijd geeft het woord “stijging” in de definitie aan dat deflatie, dat wil zeggen langdurige dalingen van het HICP-peil, niet verenigbaar wordt geacht met prijsstabiliteit.

Primair saldo: nettofinancieringsbehoefte of -vermogen van de overheid exclusief rentebetalingen op geconsolideerde overheidsschulden.

Projecties: de resultaten van door de staf van het **Eurosysteem** uitgevoerde prognoses van mogelijke toekomstige macro-economische ontwikkelingen in het **eurogebied**. De projecties voor het eurogebied worden op dezelfde manier samengesteld als de projecties van de individuele lidstaten. Ze maken deel uit van de tweede pijler van de **monetaire-beleidsstrategie** van de **Europese Centrale Bank** en zijn één van de verschillende invalshoeken voor de beoordeling van de Raad van Bestuur inzake de risico's voor prijsstabiliteit.

Raad van Bestuur: het hoogste bestuursorgaan 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 lidstaten die op de **euro** zijn overgegaan.

Raad van Ministers: zie **EU-Raad**.

“Real-time” brutovereenigingssysteem (RTBV-systeem): een brutovereenigingssysteem waarbij betalingsopdrachten één-voor-één en continu verwerkt en verevend worden (zonder saldering). Zie ook **TARGET-systeem**.

Rechtstreekse aan- of verkoop van waardepapier: een transactie waarbij de centrale bank activa tot hun vervaldag op de markt aan- of verkoopt (contant of op termijn).

Redenominatie van waardepapier: de denominatie van een actief is de munteenheid waarin de pari-waarde van het actief is uitgedrukt (in de meeste gevallen de nominale waarde van een schuld-titel). Redenominatie verwijst naar een procedure waarbij de oorspronkelijke denominatie van een effect dat in de nationale munt is uitgegeven, tegen de onherroepelijk vastgestelde omrekeningskoers wordt omgezet in **euro's**.

Referentiewaarde voor de begrotingspositie: protocol nr. 20 van het **Verdrag** betreffende de procedure bij buitensporige tekorten formuleert expliciete referentiewaarden voor de **tekortquote** van de **algemene overheid** (3% bbp) en de **schuldquote** (60% bbp) (zie ook **Stabiliteits- en groeipact**).

Referentiewaarde voor de monetaire groei: de **Raad van Bestuur** kent de geldhoeveelheid een vooraanstaande rol toe in zijn monetaire-beleidsvoering, wat impliceert dat de **monetaire aggregaten** en hun tegenposten grondig worden geanalyseerd gelet op de informatie die ze bevat-

ten voor de toekomstige prijsontwikkelingen. Dit wordt tot uitdrukking gebracht door de bekendmaking van een referentiewaarde voor de groei van het monetaire aggregaat **M3**. De referentiewaarde is afgeleid op een wijze die verenigbaar is met en bevorderlijk voor **prijstabiliteit**, zoals die door de Raad van Bestuur is gedefinieerd, en berust op middellange-termijnhypotheseën inzake de trendmatige groei van het reële bbp en de trendmatige omloopsnelheid van M3. Aanzienlijke of langdurige afwijkingen van de M3-groei ten opzichte van de referentiewaarde duiden, onder normale omstandigheden, op risico's voor de prijsstabiliteit op de middellange termijn. Het bestaan van een referentiewaarde houdt echter niet in dat de Raad van Bestuur verplicht zou zijn afwijkingen van de M3-groei ten opzichte van de referentiewaarde mechanisch te corrigeren.

Repo-overeenkomst: een overeenkomst waarbij een activum wordt verkocht maar de verkoper het recht en de verplichting heeft dat activum tegen een vastgestelde prijs op een toekomstige datum of op verzoek terug te kopen. Een dergelijke overeenkomst is vergelijkbaar met het opnemen van krediet op onderpand, met dit verschil dat de eigendom van de effecten niet door de verkoper wordt behouden. Bij een **transactie met wederinkoop** maakt het **Eurostelsel** gebruik van een repo-overeenkomst met een vaste looptijd. Repo-transacties behoren tot **M3** ingeval de verkoper een **Monetaire Financiële Instelling (MFI)** is en de **tegenpartij** een niet tot de MFI-sector behorende ingezetene van het eurogebied. Krachtens de Verordening van de ECB met betrekking tot de geconsolideerde balans van de sector monetaire financiële instellingen (ECB/1998/16) worden **repo-overeenkomsten (repo's)** ingedeeld bij de kortlopende passiva, aangezien ze niet verhandelbaar zijn.

Repo-transactie (repo): een liquiditeitsverschaffende **transactie met wederinkoop** die gebaseerd is op een **repo-overeenkomst**.

Reservebasis: de som van de balansposten (met name passiva) die de basis vormen voor de berekening van de **reserveverplichtingen** van een **kredietinstelling**.

Reserveratio: een door de centrale bank vastgesteld percentage voor elke categorie balansposten die deel uitmaken van de **reservebasis**. De reserveratio's worden gebruikt voor de berekening van de **reserveverplichtingen**.

Reserveverplichting: de aan **kredietinstellingen** opgelegde verplichting minimumreserves aan te houden bij de centrale bank. In het stelsel van reserveverplichtingen van het **Eurostelsel** wordt de reserveverplichting van een kredietinstelling berekend door de **reserveratio** voor elke categorie in de **reservebasis** opgenomen posten te vermenigvuldigen met het bedrag van die posten in de balans van de instelling. Daarnaast is het instellingen toegestaan een **vaste aftrek** in mindering te brengen van hun reserveverplichtingen.

Schuldquote: het onderwerp van een van de convergentiecriteria betreffende de overheidsfinanciën zoals vastgelegd in artikel 104, lid 2 van het **Verdrag**. Deze ratio wordt gedefinieerd als de verhouding tussen de overheidsschuld en het bruto binnenlands product tegen marktprijzen, terwijl het begrip overheidsschuld in protocol nr. 20 (over de procedure bij buitensporige tekorten) wordt gedefinieerd als de totale aan het eind van het jaar uitstaande brutoschuld tegen nominale waarde, geconsolideerd tussen en binnen de sectoren van de **algemene overheid**. De algemene overheid komt overeen met de definitie in het **Europees Stelsel van Rekeningen 1995**.

Snelle tender: de door het **Eurostelsel** gehanteerde tenderprocedure voor "**fine-tuning**"-transacties. Snelle tenders worden binnen een tijdspanne van één uur uitgevoerd met een beperkt aantal **tegenpartijen**.

Stabiliteits- en groeipact: omvat twee verordeningen van de **Europese Raad** inzake (i) versterkt toezicht op begrotingssituaties en toezicht op en coördinatie van het economisch beleid, en (ii) de bespoediging en verduidelijking van de toepassing van de procedure bij buitensporige tekorten, alsook een op de Top in Amsterdam op 17 juni 1997 goedgekeurde Resolutie van de Europese Raad betreffende het stabiliteits- en groeipact. Het pact heeft tot doel in de derde fase van de **Economische en Monetaire Unie (EMU)** gezonde overheidsfinanciën te garanderen om betere voorwaarden te creëren voor **prijstabiliteit** en sterke en duurzame groei, en aldus de werkgelegenheid te bevorderen. Meer bepaald is een begrotingssituatie die vrijwel in evenwicht is of een overschot vertoont, vereist als doelstelling op middellange termijn voor de lidstaten, die hen in staat zou stellen normale conjunctuurschommelingen te ondervangen zonder dat hun overheidstekort de 3 procent-**referentiewaarde** overschrijdt. Overeenkomstig het stabiliteits- en groeipact dienen landen die aan de EMU deelnemen **stabiliteitsprogramma's** in te dienen, terwijl niet-deelnemende landen **convergentieprogramma's** zullen blijven verstrekken.

Stabiliteitsprogramma's: door de lidstaten van het **eurogebied** meegedeelde middellange-termijnplannen van de regeringen en hypothesen in verband met de ontwikkeling van belangrijke economische variabelen, die moeten leiden tot de verwezenlijking van de in het **stabiliteits- en groeipact** omschreven middellange-termijndoelstelling van een begroting die vrijwel in evenwicht is of een overschot vertoont. De nadruk ligt op maatregelen ter sanering van de begrotingssaldi alsook op de onderliggende economische scenario's. De stabiliteitsprogramma's moeten jaarlijks worden bijgewerkt. Ze worden onderzocht door de **Europese Commissie** en het **Economisch en Financieel Comité**. Hun verslagen vormen de basis voor een beoordeling door de **ECOFIN**-Raad, die in het bijzonder nagaat of de in het programma vermelde begrotingsdoelstelling op de middellange termijn voorziet in een veiligheidsmarge die groot genoeg is om een buitensporig begrotingstekort te voorkomen. Landen die niet aan het eurogebied deelnemen, moeten jaarlijks, overeenkomstig het stabiliteits- en groeipact, **convergentieprogramma's** voorleggen.

Standaardtender: een tenderprocedure die door het **Eurosysteem** wordt gebruikt bij op regelmatige basis uitgevoerde **open-markttransacties**. Standaardtenders worden uitgevoerd in een tijdsbestek van 24 uur. Alle **tegenpartijen** die aan de algemene voorwaarden voldoen, mogen inschrijven op standaardtenders.

Structurele transactie: een door het Eurosysteem uitgevoerde **open-markttransactie** met als hoofddoel de aanpassing van de structurele liquiditeitspositie van de financiële sector ten opzichte van het Eurosysteem.

Sub-frontloading: het verstrekken van **euro**bankbiljetten en/of -munten door de kredietinstellingen aan bepaalde doelgroepen (bijvoorbeeld detailhandelaren, waardetransporteurs, fabrikanten van geldautomaten en het grote publiek) vóór 2002.

Surpluspercentage: een op onderliggende activa in **transacties met wederinkoop** toegepaste risicobeheersingsmaatregel waarmee de centrale bank de waarde van de onderliggende activa berekent als hun marktwaarde verminderd met een bepaald percentage (surplus). Het **Eurosysteem** past surpluspercentages toe op basis van kenmerken van de specifieke activa, zoals hun resterende looptijd.

TARGET-systeem (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer): het **Real-time Brutovereveningssysteem (RTBV)** voor de **euro**. Het is een gedecentraliseerd systeem dat bestaat uit 15 nationale RTBV-systemen en het **ECB**-betalingsmechanisme. Deze laatste zijn onderling verbonden via gemeenschappelijke procedures ("**Interlinking**") ten einde 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 (bijvoorbeeld elke transactie met de centrale bank).

Tekortquote: het onderwerp van een van de convergentiecriteria betreffende de overheidsfinanciën zoals vastgelegd in artikel 104, lid 2 van het **Verdrag**. Deze ratio wordt gedefinieerd als de verhouding tussen het voorziene of feitelijke overheidstekort en het bruto binnenlands product tegen marktprijzen, terwijl het overheidstekort in protocol nr. 20 (over de procedure bij buitensporige tekorten) wordt gedefinieerd als het nettofinancieringstekort van de **algemene overheid**. De algemene overheid komt overeen met de definitie in het **Europees Systeem van Rekeningen I 1995**.

Tekort-schuldaanpassing: het verschil tussen het overheidstekort en de verandering van de overheidsschuld. Deze kan onder meer toe te schrijven zijn aan wijzigingen in de door de overheid aangehouden financiële activa, een wijziging in de door andere subsectoren van de overheid aangehouden overheidsschuld of statistische aanpassingen.

Toegang op afstand (tot een interbancair betalingssysteem): de mogelijkheid voor een **kredietinstelling** gevestigd in het ene land (“thuisland”) om rechtstreeks deel te nemen aan een **interbancair betalingssysteem (IFTS)** gevestigd in een ander land (“gastland”) en om hiertoe in eigen naam een vereveningsrekening aan te houden bij de centrale bank van het gastland, zonder daarom noodzakelijkerwijs een vestiging in het gastland te hebben.

Transactie met wederinkoop: een transactie waarbij de centrale bank activa koopt of verkoopt krachtens een **repo-overeenkomst** of kredieten verleent tegen **onderpand**.

UMTS (Universal Mobile Telecommunications System): systeem voor “derde-generatie” mobiele communicatie. De licenties voor mobiele-communicatiefrequenties worden door de regeringen van het eurogebied aan telecommunicatiebedrijven verkocht of toegewezen.

Variatiemarge: het Eurosysteem vereist dat doorheen de tijd een specifieke marge wordt gehandhaafd op de **onderliggende activa** die worden gebruikt in **transacties met wederinkoop**. Dat houdt in dat als een regelmatig gemeten marktwaarde van de onderliggende activa onder een bepaald peil daalt, de **tegenpartijen** in additionele activa (of contanten) moeten voorzien. Als de marktwaarde van de onderliggende activa na een herwaardering stijgt tot meer dan het door een tegenpartij aangehouden bedrag plus de variatiemarge, zou de centrale bank de overtollige activa (of contanten) aan de tegenpartij terugbezorgen.

Vaste aftrek: een vast bedrag dat een instelling in mindering mag brengen bij de berekening van haar **reserveverplichtingen** in het kader van het stelsel van reserveverplichtingen van het **Eurosysteem**.

Veelzijdige opgewaardeerde kaart: een kaart waarin waarde is opgeslagen en die voor een brede waaier van betalingen kan worden gebruikt. In principe is ze zowel in het binnen- als in het buitenland geldig, hoewel het gebruik ervan soms tot een bepaald gebied is beperkt. Een veelzijdige oplaadbare kaart is ook bekend onder de benaming elektronische portemonnee (zie ook **elektronisch geld**).

Verdrag: deze term verwijst naar het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap. Het Verdrag is ondertekend in Rome op 25 maart 1957 en werd van kracht op 1 januari 1958. Met dit Verdrag, dat ook wel het “Verdrag van Rome” wordt genoemd, werd de Europese Economische Gemeenschap (EEG) opgericht. Het Verdrag betreffende de Europese Unie (dat ook bekendstaat als het “Verdrag van Maastricht”) werd op 7 februari 1992 ondertekend en werd van kracht op

In november 1993. Ingevolge het Verdrag betreffende de Europese Unie, dat het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap heeft aangepast, werd de Europese Unie opgericht. Het “Verdrag van Amsterdam”, dat op 2 oktober 1997 in Amsterdam werd ondertekend en van kracht werd op 1 mei 1999 heeft zowel het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap als het Verdrag betreffende de Europese Unie herzien. Evenzo zal het “Verdrag van Nice”, dat de conclusies omvat van de in 2000 gehouden Intergouvernementele Conferentie en werd ondertekend op 26 februari 2001, het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap en het Verdrag betreffende de Europese Unie verder aanpassen, zodra het is geratificeerd en van kracht wordt.

Verevenende instantie: een instelling die het vereveningsproces (bijvoorbeeld de bepaling van de vereveningsposities, het toezicht op de uitwisseling van betalingen enz.) beheert voor betalingssystemen of andere arrangementen die verevening vergen.

Vereveningsrisico: een algemene term voor het risico dat de verevening in een betalingssysteem niet volgens verwachting plaatsvindt. Dit kan zowel het krediet- als het liquiditeitsrisico betreffen.

Verliesdelingsregeling (of verliesdelingsovereenkomst): een tussen de deelnemers aan een betalingssysteem of clearing-bankregeling gesloten overeenkomst met betrekking tot de toerekening van een eventueel verlies als één of meer deelnemers niet aan hun verplichtingen voldoen; in de regeling wordt vastgelegd hoe het verlies tussen de betrokken partijen wordt verdeeld als de overeenkomst wordt geactiveerd.

Overzicht van de monetaire-beleidsmaatregelen

2 januari 2001

Op 1 januari 2001 is Griekenland op de euro overgegaan. Dit maakt van Griekenland de twaalfde EU-lidstaat die de gemeenschappelijke munt invoert en het eerste land dat op de euro overgaat sinds de aanvang van de derde fase van de Economische en Monetaire Unie (EMU) op 1 januari 1999. Als gevolg hiervan wordt de Griekse centrale bank een volwaardig lid van het Eurosysteem met dezelfde rechten en plichten als de elf nationale centrale banken van de EU-lidstaten die de euro al eerder hebben ingevoerd. Overeenkomstig Artikel 49 van de Statuten van het Europees Stelsel van Centrale Banken en de Europese Centrale Bank werd door de Bank van Griekenland de rest van de verschuldigde bijdrage aan het kapitaal van de ECB overgemaakt evenals het aandeel in de reserves van de ECB.

4 januari 2001

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties, de rente op de marginale beleningsfaciliteit en de rente op de depositofaciliteit onveranderd te laten op respectievelijk 4,75%, 5,75% en 3,75%. Daarnaast besluit de Raad van Bestuur voor de in 2001 af te sluiten langerlopende herfinancieringstransacties een toewijzing van € 20 miljard per transactie vast te stellen. In dit bedrag wordt rekening gehouden met de voor 2001 verwachte liquiditeitsbehoefte van het bankwezen in het eurogebied en met de wens van het Eurosysteem om door middel van basis-herfinancieringstransacties in het grootste deel van de herfinanciering van de financiële sector te blijven voorzien.

18 januari, 1 februari, 15 februari, 1 maart, 15 maart, 29 maart, 11 april, 26 april 2001

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de minimale inschrijvingsrente op de basis-her-

financieringstransacties, de rente op de marginale beleningsfaciliteit en de rente op de depositofaciliteit onveranderd te laten op respectievelijk 4,75%, 5,75% en 3,75%.

10 mei 2001

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties vanaf de op 15 mei 2001 te verrichten transactie met 0,25 procentpunt te verlagen tot 4,50%, alsook de rente op de marginale beleningsfaciliteit en de rente op de depositofaciliteit met ingang van 11 mei 2001 met 0,25 procentpunt te verlagen tot respectievelijk 5,50% en 3,50%.

23 mei, 7 juni, 21 juni, 5 juli, 19 juli, 2 augustus 2001

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties, de rente op de marginale beleningsfaciliteit en de rente op de depositofaciliteit onveranderd te laten op respectievelijk 4,50%, 5,50% en 3,50%.

30 augustus 2001

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties vanaf de op 5 september 2001 te verrichten transactie met 0,25 procentpunt te verlagen tot 4,25%, alsook de rente op de marginale beleningsfaciliteit en de rente op de depositofaciliteit met ingang van 31 augustus 2001 met 0,25 procentpunt te verlagen tot respectievelijk 5,25% en 3,25%.

13 september 2001

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de minimale inschrijvingsrente op de basis-her-

financieringstransacties, de rente op de marginale beleningsfaciliteit en de rente op de depositofaciliteit onveranderd te laten op respectievelijk 4,25%, 5,25% en 3,25%.

17 september 2001

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties vanaf de op 19 september 2001 te verrichten transactie met 0,50 procentpunt te verlagen tot 3,75%, alsook de rente op de marginale beleningsfaciliteit en de rente op de depositofaciliteit met ingang van 18 september 2001 met 0,50 procentpunt te verlagen tot respectievelijk 4,75% en 2,75%.

27 september, 11 oktober, 25 oktober 2001

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties, de rente op de marginale beleningsfaciliteit en de rente op de depositofaciliteit onveranderd te laten op respectievelijk 3,75%, 4,75% en 2,75%.

8 november 2001

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties vanaf de op 14 november 2001 te verrichten transactie met 0,50 procentpunt te verlagen tot 3,25%, alsook de rente op de marginale beleningsfaciliteit en de rente op de depositofaciliteit met ingang van 9 november 2001 met 0,50 procentpunt te verlagen tot respectievelijk 4,25% en 2,25%. De Raad van Bestuur beslist ook dat, onder normale omstandigheden, de monetaire-beleidskoers van de ECB voortaan uitsluitend tijdens iedere eerste vergadering van de maand zal worden beoordeeld.

6 december 2001

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties, de rente op de marginale beleningsfaciliteit en de rente op de depositofaciliteit onveranderd te laten op respectievelijk 3,25%, 4,25% en 2,25%. Voorts besluit de Raad de referentiewaarde voor de jaarlijkse groei van het ruim gedefinieerde aggregaat M3 op 4,50% te handhaven.

3 januari 2002

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties, de rente op de marginale beleningsfaciliteit en de rente op de depositofaciliteit onveranderd te laten op respectievelijk 3,25%, 4,25% en 2,25%. De Raad van Bestuur besluit tevens voor de in 2002 af te sluiten langerlopende herfinancieringstransacties een toewijzing van € 20 miljard per transactie vast te stellen. In dit bedrag wordt rekening gehouden met de voor 2002 verwachte liquiditeitsbehoefte van het bankwezen in het eurogebied en met de wens van het Eurosysteem om door middel van basis-herfinancieringstransacties in het grootste deel van de herfinanciering van de financiële sector te blijven voorzien. De Raad van Bestuur bepaalt dat hij het toewijzingsbedrag in de loop van het jaar kan aanpassen indien zich onverwachte ontwikkelingen in de liquiditeitsbehoefte voordoen.

7 februari, 7 maart 2002

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties, de rente op de marginale beleningsfaciliteit en de rente op de depositofaciliteit onveranderd te laten op respectievelijk 3,25%, 4,25% en 2,25%.

Door de Europese Centrale Bank in 2001 vastgestelde rechtsinstrumenten

Onderstaand bevindt zich een opsomming van de rechtsinstrumenten die in 2001 door de Europese Centrale Bank zijn vastgesteld en in het Publicatieblad van de Europese Gemeenschappen zijn opgenomen. Deze en overige door de ECB vastgestelde en in het Publicatieblad opgenomen rechtsinstru-

ten kunnen door belangstellenden worden opgevraagd bij het Bureau voor Officiële Publicaties der Europese Gemeenschappen. Voor een opsomming van de rechtsinstrumenten die de ECB sedert haar oprichting heeft vastgesteld wordt verwezen naar de website van de ECB (<http://www.ecb.int>).

Nummer	Titel	Publicatie
ECB/2001/1	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 10 januari 2001 houdende de vaststelling van overgangsbepalingen inzake de omschakeling op de chartale euro in 2002	PB nr. L 55 van 24 februari 2001, blz. 80–83
ECB/2001/2	Aanbeveling van de Europese Centrale Bank van 1 maart 2001 voor een verordening van de Raad houdende een wijziging van Verordening (EG) nr. 2531/98 van 23 november 1998 met betrekking tot de toepassing van reserveverplichtingen door de Europese Centrale Bank	PB nr. C 89 van 20 maart 2001, blz. 4–6
ECB/2001/3	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 26 april 2001 betreffende een geautomatiseerd trans-Europees “Real-Time” brutovereenigingssysteem (Target)	PB nr. L 140 van 24 mei 2001, blz. 72–86
ECB/2001/4	Verordening (EG) van de Europese Centrale Bank van 10 mei 2001 tot wijziging van Verordening ECB/1999/4 met betrekking tot de bevoegdheid van de Europese Centrale Bank om sancties op te leggen	PB nr. L 137 van 19 mei 2001, blz. 24
ECB/2001/5	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 21 juni 2001 tot wijziging van het Richtsnoer ECB/2000/1 van 3 februari 2000 betreffende het beheer van de externe reserves van de Europese Centrale Bank door de nationale centrale banken en de juridische documentatie voor operaties met betrekking tot de externe reserves van de Europese Centrale Bank	PB nr. L 190 van 12 juli 2001, blz. 26–28
ECB/2001/6	Besluit van de Europese Centrale Bank van 5 juli 2001 houdende wijzigingen op Besluit ECB/1998/4 inzake de goedkeuring van de arbeidsvoorwaarden voor het personeel van de Europese Centrale Bank	PB nr. L 201 van 26 juli 2001, blz. 25
ECB/2001/7	Besluit van de Europese Centrale Bank van 30 augustus 2001 betreffende de denominaties, specificaties, reproductie, vervanging en het uit circulatie nemen van eurobankbiljetten	PB nr. L 233 van 31 augustus 2001, blz. 55–57
ECB/2001/8	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 13 september 2001 houdende de vaststelling van bepalingen inzake de bevoorrading vooraf met eurobankbiljetten buiten het eurogebied	PB nr. L 257 van 26 september 2001, blz. 6–9
ECB/2001/9	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 27 september 2001 voor transacties van deelnemende lidstaten met hun werksaldi in buitenlandse valuta’s ingevolge artikel 31.3 van de Statuten van het Europees Stelsel van centrale banken en van de Europese Centrale Bank	PB nr. L 276 van 19 oktober 2001, blz. 21–26

Nummer	Titel	Publicatie
ECB/2001/10	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 25 oktober 2001 tot wijziging van Richtsnoer ECB/2000/6 van 20 juli 2000 inzake de tenuitvoerlegging van artikel 52 van de statuten van het Europees Stelsel van Centrale Banken en van de Europese Centrale Bank na het verstrijken van de overgangperiode	PB nr. L 304 van 21 november 2001, blz. 28–29
ECB/2001/11	Besluit van de Europese Centrale Bank van 8 november 2001 betreffende bepaalde voorwaarden met betrekking tot toegang tot het Volgsysteem voor Valsemunterij (VSV)	PB nr. L 337 van 20 december 2001, blz. 49–51
ECB/2001/12	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 16 november 2001 tot wijziging van Richtsnoer ECB/2000/1 betreffende het beheer van de externe reserves van de Europese Centrale Bank door de nationale centrale banken en de juridische documentatie voor operaties met betrekking tot de externe reserves van de Europese Centrale Bank	PB nr. L 310 van 28 november 2001, blz. 31–32
ECB/2001/13	Verordening van de Europese Centrale Bank van 22 november 2001 met betrekking tot de geconsolideerde balans van de sector monetaire financiële instellingen	PB nr. L 333 van 17 december 2001, blz. 1–46
ECB/2001/14	Besluit van de Europese Centrale Bank van 3 december 2001 tot wijziging van Besluit ECB/2001/7 betreffende de denominaties, specificaties, reproductie, vervanging en het uit circulatie nemen van eurobankbiljetten	PB nr. L 5 van 9 januari 2002, blz. 26–28
ECB/2001/15	Besluit van de Europese Centrale Bank van 6 december 2001 betreffende de uitgifte van eurobankbiljetten	PB nr. L 337 van 20 december 2001, blz. 52–54
ECB/2001/16	Besluit van de Europese Centrale Bank van 6 december 2001 inzake de toedeling van monetaire inkomsten van de nationale centrale banken van de deelnemende lidstaten met ingang van het boekjaar 2002	PB nr. L 337 van 20 december 2001, blz. 55–61
ECB/2001/17	Aanbeveling van de Europese Centrale Bank van 6 december 2001 betreffende de intrekking van bepalingen van de deelnemende lidstaten ter beperking van het aantal in een nationale munteenheid luidende muntstukken dat bij een betaling mag worden gebruikt	PB nr. C 356 van 14 december 2001, blz. 9–10
ECB/2001/18	Verordening van de Europese Centrale Bank van 20 december 2001 met betrekking tot statistieken van door monetaire financiële instellingen ten aanzien van huishoudens en niet-financiële vennootschappen gehanteerde rentetarieven op deposito's en leningen	PB nr. L 10 van 12 januari 2002, blz. 24–46
ECB/2001/19	Besluit van de Europese Centrale Bank van 20 december 2001 inzake de goedkeuring met betrekking tot de omvang van de muntuitgifte in 2002	PB nr. L 344 van 28 december 2001, blz. 89

Publicaties van de Europese Centrale Bank

De volgende documenten zijn door de Europese Centrale Bank gepubliceerd. De publicaties zijn gratis verkrijgbaar bij de Afdeling Pers en Informatie. Lezers wordt verzocht schriftelijke verzoeken daartoe te richten aan het postadres op de achterzijde van het titelblad.

Een volledige lijst publicaties van het Europees Monetair Instituut is te vinden op de Website van de ECB (<http://www.ecb.int>).

Jaarverslag

“Jaarverslag 1998”, april 1999.

“Jaarverslag 1999”, april 2000.

“Jaarverslag 2000”, mei 2001.

Convergentieverslag

“Convergentieverslag 2000”, mei 2000.

Maandbericht

Vanaf januari 1999 verschenen artikelen:

“Het eurogebied bij de aanvang van de derde fase”, januari 1999.

“De op stabiliteit gerichte monetaire-beleidsstrategie van het Eurosysteem”, januari 1999.

“Monetaire aggregaten voor het eurogebied en hun rol in de monetaire-beleidsstrategie van het Eurosysteem”, februari 1999.

“De rol van economische korte-termijnindicatoren bij de analyse van de prijsontwikkelingen in het eurogebied”, april 1999.

“Het bankwezen in het eurogebied: structurele kenmerken en tendensen”, april 1999.

“Het operationele kader van het Eurosysteem: beschrijving en eerste beoordeling”, mei 1999.

“De implementatie van het stabiliteits- en groeipact”, mei 1999.

“Ontwikkelingen op de langere termijn van en conjunctuurgebonden wijzigingen in de economische sleutelindicatoren van de eurolanden”, juli 1999.

“Het institutioneel kader van het Europees Stelsel van Centrale Banken”, juli 1999.

“De internationale rol van de euro”, augustus 1999.

“De balansen van de Monetaire Financiële Instellingen in het eurogebied (begin 1999)”, augustus 1999.

“Inflatieverschillen in een monetaire unie”, oktober 1999.

“ESCB-voorbereidingen op het jaar 2000”, oktober 1999.

“Een op stabiliteit gericht beleid en de ontwikkeling van de lange reële rente in de jaren negentig”, november 1999.

“TARGET en betalingen in euro”, november 1999.

“Rechtsinstrumenten van de Europese Centrale Bank”, november 1999.

“Het eurogebied één jaar na de invoering van de euro: basiskenmerken en wijzigingen in de financiële structuur”, januari 2000.

“Deviezenreserves en -transacties van het Eurosysteem”, januari 2000.

“Het Eurosysteem en de uitbreiding van de EU”, februari 2000.

“Consolidatie in de effectenvereveningssector”, februari 2000.

“De nominaal-effectieve en de reëel-effectieve wisselkoersen van de euro”, april 2000.

“De EMU en het banktoezicht”, april 2000.

“De informatie-inhoud van rentetarieven en hun derivaten voor het monetaire beleid”, mei 2000.

“Ontwikkelingen op en structurele kenmerken van de arbeidsmarkten in het eurogebied”, mei 2000.

“De overgang op variabele-rentetenders bij de basis-herfinancieringstransacties”, juli 2000.

“Monetaire-beleidstransmissie in het eurogebied”, juli 2000.

“Vergrijzing en begrotingsbeleid in het eurogebied”, juli 2000.

“Prijs- en kostenindicatoren voor het eurogebied: een overzicht”, augustus 2000.

“De buitenlandhandel van het eurogebied: gestileerde feiten en recente tendensen”, augustus 2000.

“Groei van de potentiële output en output gaps: begrippen, gebruik en ramingen”, oktober 2000.

“De betrekkingen van de ECB met instellingen en organen van de Europese Gemeenschap”, oktober 2000.

“De twee pijlers van het monetaire beleid van de ECB”, november 2000.

“Vraagstukken in verband met de opkomst van elektronisch geld”, november 2000.

“Het eurogebied na de toetreding van Griekenland”, januari 2001.

“Monetaire-beleidsvorming in een onzekere omgeving”, januari 2001.

“De betrekkingen van de ECB met internationale organisaties en fora”, januari 2001.

“De kenmerken van bedrijfsfinanciering in het eurogebied”, februari 2001.

“Naar een eenvormig dienstverleningsniveau voor kleine betalingen in het eurogebied”, februari 2001.

“De externe communicatie van de Europese Centrale Bank”, februari 2001.

“Algemene economische statistieken voor het eurogebied: een beoordeling”, april 2001.

“Het onderpandskader van het Eurosysteem”, april 2001.

“De invoering van euromunten en -bankbiljetten”, april 2001.

“Monetaire analyse: kader en instrumenten”, mei 2001.

“Het nieuwe stelsel van kapitaaltoereikendheid – het standpunt van de ECB”, mei 2001.

“Financiering en financiële beleggingen van de niet-financiële sectoren in het eurogebied”, mei 2001.

“De nieuwe technologieën en de productiviteit in het eurogebied”, juli 2001.

“Metingen van de onderliggende inflatie in het eurogebied”, juli 2001.

“Begrotingsbeleid en economische groei”, augustus 2001.

“Productenmarkthervormingen in het eurogebied”, augustus 2001.

“Consolidatie in de clearing via centrale tegenpartijen in het eurogebied”, augustus 2001.

“Problemen verbonden aan monetaire-beleidsregels”, oktober 2001.

“Het inschrijvingsgedrag van de tegenpartijen bij de open-markttransacties van het Eurosysteem”, oktober 2001.

“De overgang op de chartale euro op markten buiten het eurogebied”, oktober 2001.

“De informatie-inhoud van samengestelde indicatoren van de conjunctuurcyclus in het eurogebied”, november 2001.

“Het economische-beleidskader in de EMU”, november 2001.

“Fundamentele economische verhoudingen en de wisselkoers van de euro”, januari 2002.

“De voorbereidingen voor de eurobankbiljetten: activiteiten voor en na de invoering van de euro”, januari 2002.

“De aandelenmarkt en het monetaire beleid”, februari 2002.

“Recente ontwikkelingen in de internationale samenwerking”, februari 2002.

Occasional Paper Series

1. “The impact of the euro on money and bond markets”, door Javier Santillán, Marc Bayle en Christian Thygesen, juli 2000.
 2. “The effective exchange rate of the euro” door Luca Buldorini, Stelios Makrydakis en Christian Thimann, februari 2002.
-

Working Paper Series

1. “A global hazard index for the world foreign exchange markets” door V. Brousseau en F. Scacciavillani, mei 1999.
2. “What does the single monetary policy do? A SVAR benchmark for the European Central Bank” door C. Monticelli en O. Tristani, mei 1999.
3. “Fiscal policy effectiveness and neutrality results in a non-Ricardian world” door C. Detken, mei 1999.
4. “From the ERM to the euro: New evidence on economic and policy convergence among EU countries” door I. Angeloni en L. Dedola, mei 1999.
5. “Core inflation: review of some conceptual issues” door M. Wynne, mei 1999.
6. “The demand for M3 in the euro area” door G. Coenen en J.-L. Vega, september 1999.
7. “A cross-country comparison of market structures in European banking” door O. de Bandt en E.P. Davis, september 1999.
8. “Inflation zone targeting” door A. Orphanides en V. Wieland, oktober 1999.
9. “Asymptotic confidence bands for the estimated autocovariance and autocorrelation functions of vector autoregressive models” door G. Coenen, januari 2000.
10. “On the effectiveness of sterilized foreign exchange intervention” door R. Fatum, februari 2000.
11. “Is the yield curve a useful information variable for the Eurosystem?” door J.M. Berk en P. van Bergeijk, februari 2000.
12. “Indicator variables for optimal policy” door L.E.O. Svensson en M. Woodford, februari 2000.
13. “Monetary policy with uncertain parameters” door U. Söderström, februari 2000.

14. "Assessing nominal income rules for monetary policy with model and data uncertainty" door G.D. Rudebusch, februari 2000.
15. "The quest for prosperity without inflation" door A. Orphanides, maart 2000.
16. "Estimating the implied distribution of the future short-term interest rate using the Longstaff-Schwartz model" door P. Hördahl, maart 2000.
17. "Alternative measures of the NAIRU in the euro area: estimates and assessment" door S. Fabiani en R. Mestre, maart 2000.
18. "House prices and the macroeconomy in Europe: results from a structural VAR analysis" door M. Iacoviello, april 2000.
19. "The euro and international capital markets" door C. Detken en P. Hartmann, april 2000.
20. "Convergence of fiscal policies in the euro area" door O. de Bandt en F.P. Mongelli, mei 2000.
21. "Firm size and monetary policy transmission: evidence from German business survey data" door M. Ehrmann, mei 2000.
22. "Regulating access to international large-value payment systems" door C. Holthausen en T. Rønde, juni 2000.
23. "Escaping Nash inflation" door I.K. Cho en T.J. Sargent, juni 2000.
24. "What horizon for price stability" door F. Smets, juli 2000.
25. "Caution and conservatism in the making of monetary policy" door P. Schellekens, juli 2000.
26. "Which kind of transparency? On the need for clarity in monetary policy-making" door B. Winkler, augustus 2000.
27. "This is what the US leading indicators lead" door M. Camacho en G. Perez-Quiroa, augustus 2000.
28. "Learning uncertainty and central bank activism in an economy which strategic interactions" door M. Ellison en N. Valla, augustus 2000.
29. "The sources of unemployment fluctuations: an empirical application to the Italian case" door S. Fabiani, A. Locarno, G. Oneto and P. Sestito, september 2000.
30. "A small estimated euro area model with rational expectations and nominal rigidities" door G. Coenen en V. Wieland, september 2000.
31. "The disappearing tax base: Is foreign direct investment eroding corporate income taxes?" door R. Cropp en K. Kostial, september 2000.

32. "Can indeterminacy explain the short-run non-neutrality of money?" door F. de Fiore, september 2000.
33. "The information content of M3 for future inflation in the euro area" door C. Trecroci en B.L. Vega, oktober 2000.
34. "Capital market development, corporate governance and the credibility of exchange rate pegs" door O. Castrén en T. Takalo, oktober 2000.
35. "Systemic Risk: A Survey" door O. de Bandt en P. Hartmann, november 2000.
36. "Measuring core inflation in the euro area" door C. Morana, november 2000.
37. "Business fixed investment: evidence of a financial accelerator in Europe" door P. Vermeulen, november 2000.
38. "The optimal inflation tax when taxes are costly to collect" door F. de Fiore, november 2000.
39. "A money demand system for euro area M3" door C. Brand en N. Cassola, november 2000.
40. "Financial structure and the interest rate channel of ECB monetary policy" door B. Mojon, november 2000.
41. "Why adopt transparency? The publication of central bank forecasts" door P.M. Geraats.
42. "An area-wide model (AWM) for the euro area" door G. Fagan, J. Henry en R. Mestre.
43. "Sources of economic renewal from the traditional firm to the knowledge firm" door D. Rodrigues Palenzuela, februari 2001.
44. "The supply and demand for Eurosystem deposits – The first 18 months" door U. Bindseil en F. Seitz, februari 2001.
45. "Testing the rank of the Hankel Matrix: A statistical approach", door G. Camba-Mendez en G. Kapetanios, maart 2001.
46. "A two-factor model of the German term structure of interest rates" door N. Cassola en J. B. Luís, maart 2001.
47. "Deposit insurance and moral hazard: does the counterfactual matter?" door R. Gropp en J. Vesala, maart 2001.
48. "Financial market integration in Europe: on the effects of EMU on stock markets" door M. Fratzscher, maart 2001.
49. "Business cycle and monetary policy analysis in a structural sticky-price model of the euro area" door M. Casares, maart 2001.
50. "Employment and productivity growth in service and manufacturing sectors in France, Germany and the US" door T. von Wachter, maart 2001.

- 51 “The functional form of the demand for euro area M1” door L. Stracca, maart 2001.
- 52 “Are the effects of monetary policy in the euro area greater in recessions than in booms?” door G. Peersman en F. Smets, maart 2001.
- 53 “An evaluation of some measures of core inflation for the euro area” door J.-L. Vega en M.A. Wynne, april 2001.
- 54 “Assessment criteria for output gap estimates” door G. Camba-Méndez en D. Rodríguez Palenzuela, april 2001.
- 55 “Modelling the demand for loans to the private sector in the euro area” door A. Calza, G. Gartner en J. Sousa, april 2001.
- 56 “Stabilization policy in a two country model and the role of financial frictions” by E. Faia, april 2001.
- 57 “Model-based indicators of labour market rigidity” door S. Fabiani en D. Rodríguez Palenzuela, april 2001.
- 58 “Business cycle asymmetries in stock returns: evidence from higher order moments and conditional densities” door G. Pérez-Quirós en A. Timmermann, april 2001.
- 59 “Uncertain potential output: implications for monetary policy” door M. Ehrmann en F. Smets, april 2001.
- 60 “A multi-country trend indicator for euro area inflation: computation and properties” door E. Angelini, J. Henry en R. Mestre, april 2001.
- 61 “Diffusion index-based inflation forecasts for the euro area” door E. Angelini, J. Henry en R. Mestre, april 2001.
- 62 “Spectral based methods to identify common trends and common cycles” door G.C. Mendez en G. Kapetanios, april 2001.
- 63 “Does money lead inflation in the euro area?” door S. Nicoletti Altamari, mei 2001.
- 64 “Exchange rate volatility and euro area imports” door R. Anderton en F. Skudelny, mei 2001.
- 65 “A system approach for measuring the euro area NAIRU” door S. Fabiani en R. Mestre, mei 2001.
- 66 “Can short-term foreign exchange volatility be predicted by the Global Hazard Index?” door V. Brousseau en F. Scacciavillani, juni 2001.
- 67 “The daily market for funds in Europe: Has something changed with the EMU?” door G. Pérez-Quirós en Rodríguez Mendizábal, juni 2001.
- 68 “The performance of forecast-based monetary policy rules under model uncertainty” door A. Levin, V. Wieland en J.C. Williams, juli 2001.

- 69 “The ECB monetary policy strategy and the money market” door V. Gaspar, G. Pérez-Quirós en J. Sicilia, juli 2001.
- 70 “Central bank forecasts of liquidity factors: Quality, publication and the control of the overnight rate” door U. Bindseil, juli 2001.
- 71 “Asset market linkages in crisis periods” door P. Hartmann, S. Straetmans en C.G. de Vries, juli 2001.
- 72 “Bank concentration and retail interest rates” door S. Corvoisier en R. Gropp, juli 2001.
- 73 “Interbank lending and monetary policy transmission – evidence for Germany” door M. Ehrmann en A. Worms, juli 2001.
- 74 “Interbank market integration under asymmetric information” door X. Freixas en C. Holthausen, augustus 2001.
- 75 “Value at Risk models in finance” door S. Manganelli en R.F. Engle, augustus 2001.
- 76 “Rating agency actions and the pricing of debt and equity of European banks: What can we infer about private sector monitoring of bank soundness?” door R. Gropp en A.J. Richards, augustus 2001.
- 77 “Cyclically adjusted budget balances: An alternative approach” door C. Bouthevillain, P. Cour-Thimann, G. van den Dool, P. Hernández de Cos, G. Langenus, M. Mohr, S. Momigliano en M. Tujula, september 2001.
- 78 “Investment and monetary policy in the euro area” door B. Mojon, F. Smets en P. Vermeulen, september 2001.
- 79 “Does liquidity matter? Properties of a synthetic divisional monetary aggregate in the euro area” door L. Stracca, oktober 2001.
- 80 “The microstructure of the euro money market” door P. Hartmann, M. Manna en A. Manzanares, oktober 2001.
- 81 “What can changes in structural factors tell us about unemployment in Europe?” door J. Morgan en A. Mourougane, oktober 2001.
- 82 “Economic forecasting some lessons from recent research” door D. Hendry en M.P. Clements, oktober 2001.
- 83 “Chi-squared tests of interval and density forecasts, and the Bank of England’s fan charts” door K.F. Wallis, november 2001.
- 84 “Data uncertainty and the role of money as an information variable for monetary policy” door G. Coenen, A. Levin en V. Wieland, november 2001.
- 85 “Determinants of the euro real effective exchange rate: a BEER/PEER approach” door F. Maeso-Fernandez, C. Osbat en B. Schnatz, november 2001.

- 86 “Rational expectations and near rational alternatives: how best to form expectations” door M. Beeby, S. G. Hall en S. B. Henry, november 2001.
- 87 “Credit rationing, output gap and business cycles” door F. Boissay, november 2001.
- 88 “Why is it so difficult to beat the random walk forecast of exchange rates?” door L. Kilian en M. P. Taylor, november 2001.
- 89 “Monetary policy and fears of financial instability” door V. Brousseau en C. Detken, november 2001.
- 90 “Public pensions and growth” door S. Lambrecht, P. Michel en J.-P. Vidal, november 2001.
- 91 “The monetary transmission mechanism in the euro area: more evidence from VAR analysis” door G. Peersman en F. Smets, december 2001.
- 92 “A VAR description of the effects of the monetary policy in the individual countries of the euro area” door B. Mojon en G. Peersman, december 2001.
- 93 “The monetary transmission mechanism at the euro-area level: issues and results using structural macroeconomic models” door P. McAdam en J. Morgan, december 2001.
- 94 “Monetary policy transmission in the euro area: what do aggregate and national structural models tell us?” door P. van Els, A. Locarno, J. Morgan en J.-P. Villetelle, december 2001.
- 95 “Some stylised facts on the euro area business cycle” door A.-M. Agresti en B. Mojon, december 2001.
- 96 “The reaction of bank lending to monetary policy measures in Germany” door A. Worms, december 2001.
- 97 “Asymmetries in bank lending behaviour. Austria during the 1990s” door S. Kaufmann, december 2001.
- 98 “The credit channel in the Netherlands: evidence from bank balance sheets” door L. De Haan, december 2001.
- 99 “Is there a bank lending channel of monetary policy in Spain?” door I. Hernando en J. Martínez-Pagés, december 2001.
- 100 “Transmission of monetary policy shocks in Finland: evidence from bank level data on loans” door J. Topi en J. Vilmunen, december 2001.
- 101 “Monetary policy and bank lending in France: are there asymmetries?” door C. Loupias, F. Savignac en P. Sevestre, december 2001.
- 102 “The bank lending channel of monetary policy: identification and estimation using Portuguese micro bank data” door L. Farinha en C. Robalo Marques, december 2001.
- 103 “Bank-specific characteristics and monetary policy transmission: the case of Italy” door L. Gambacorta, december 2001.

- I04 “Is there a bank lending channel of monetary policy in Greece? Evidence from bank level data” door S. N. Brissimis, N. C. Kamberoglou en G. T. Simigiannis, december 2001.
- I05 “Financial systems and the role of banks in monetary policy transmission in the euro area” door M. Ehrmann, L. Gambacorta, J. Martínez-Pagés, P. Sevestre en A. Worms, december 2001.
- I06 “Investment, the cost of capital, and monetary policy in the nineties in France: a panel data investigation” door J.-B. Chatelain en A. Tiomo, december 2001.
- I07 “The interest rate and credit channel in Belgium: an investigation with micro-level firm data” door P. Butzen, C. Fuss en P. Vermeulen, december 2001.
- I08 “Credit channel and investment behaviour in Austria: a micro-econometric approach” door M. Valderrama, december 2001.
- I09 “Monetary transmission in Germany: new perspectives on financial constraints and investment spending” door U. von Kalckreuth, december 2001.
- I10 “Does monetary policy have asymmetric effects? A look at the investment decisions of Italian firms” door E. Gaiotti en A. Generale, december 2001.
- I11 “Monetary transmission: empirical evidence from Luxembourg firm level data” door P. Lünemann en T. Mathä, december 2001.
- I12 “Firm investment and monetary transmission in the euro area” door J.-B. Chatelain, A. Generale, I. Hernando, U. von Kalckreuth en P. Vermeulen, december 2001.
- I13 “Monetary policy rules, macroeconomic stability and inflation: a view from the trenches” door A. Orphanides, december 2001.
- I14 “Financial frictions and the monetary transmission mechanism: theory, evidence and policy implications” door C. Bean, J. Larsen en K. Nikolov, januari 2002.
- I15 “Monetary transmission in the euro area: where do we stand?” door I. Angeloni, A. Kashyap, B. Mojon en D. Terlizzese, januari 2002.
- I16 “Rent indices for housing in West Germany 1995 to 1998” door J. Hoffmann en C. Kurz, januari 2002.
- I17 “Hedonic house prices without characteristics: the case of new multiunit housing” door O. Bover en P. Velilla, januari 2002.
- I18 “Durable goods, price indexes and quality change: an application to automobile prices in Italy, 1988-1998” door G. M. Tomat, januari 2002.
- I19 “Monetary policy and the stock market in the euro area” door N. Cassola en C. Morana, januari 2002.
- I20 “Learning stability in economics with heterogeneous agents” door S. Honkapohja en K. Mitra, januari 2002.

- I21 “Natural rate doubts” door A. Beyer en R.E.A. Farmer, februari 2002.
- I22 “New technologies and productivity growth in the euro area” door F. Vijselaar en R. Albers, februari 2002.
- I23 “Analysing and combining multiple credit assessments of financial institutions” door E. Tabakis en A. Vinci, februari 2002.
- I24 “Monetary policy, expectations and commitment” door G.W. Evans en S. Honkapohja, februari 2002.
- I25 “Duration, volume and volatility impact of trades” door S. Manganelli, februari 2002.
- I26 “Optimal contracts in a dynamic costly state verification model” door C. Monnet en E. Quintin, februari 2002.
- I27 “Performance of monetary policy with internal central bank forecasting” door S. Honkapohja en K. Mitra, februari 2002.
- I28 “Openness, imperfect exchange rate pass-through and monetary policy” door F. Smets en R. Wouters, maart 2002.
-

Overige publicaties

“The TARGET service level”, juli 1998.

“Report on electronic money”, augustus 1998.

“Assessment of EU securities settlement systems against the standards for their use in ESCB credit operations”, september 1998.

“Money and banking statistics compilation guide”, september 1998.

“Het gemeenschappelijke monetaire beleid in de derde fase: Algemene documentatie met betrekking tot de monetaire-beleidsinstrumenten en -procedures van het ESCB”, september 1998.

“Third progress report on the TARGET project”, november 1998.

“Correspondent central banking model (CCBM)”, december 1998.

“Payment systems in the European Union: Addendum incorporating 1997 figures”, januari 1999.

“Possible effects of EMU on the EU banking systems in the medium to long term”, februari 1999.

“Euro area monetary aggregates: conceptual reconciliation exercise”, juli 1999.

“The effects of technology on the EU banking systems”, juli 1999.

“Payment systems in countries that have applied for membership of the European Union”, augustus 1999.

“Improving cross-border retail payment services: the Eurosystem’s view”, september 1999.

“Compendium: een verzameling rechtsinstrumenten, juni 1998-mei 1999”, oktober 1999.

“European Union balance of payments/international investment position statistical methods”, november 1999.

“Money and banking statistics compilation guide, addendum I: money market paper”, november 1999.

“Money and banking statistics sector manual” tweede uitgave, november 1999.

“Report on the legal protection of banknotes in the European Union Member States”, november 1999.

“Correspondent central banking model (CCBM)”, november 1999.

“Cross-border payments in TARGET:A users’ survey”, november 1999.

“Money and banking statistics: Series Keys for the exchange of balance sheet items time series”, november 1999.

“Money and banking statistics: Handbook for the compilation of flow statistics”, december 1999.

“Payment systems in the European Union: Addendum incorporating 1998 figures”, februari 2000.

“Interlinking: Data dictionary”, versie 2.02, maart 2000.

“Asset prices and banking stability”, april 2000.

“EU banks’ income structure”, april 2000.

“Statistical information collected and compiled by the ESCB”, mei 2000.

“Statistical requirements of the European Central Bank in the field of general economic statistics”, augustus 2000.

“Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area”, augustus 2000.

“Improving cross-border retail payment services”, september 2000.

“Statistical treatment of the Eurosystem’s international reserves”, oktober 2000.

“European Union balance of payments/international investment position statistical methods”, november 2000.

“Information guide for credit institutions using TARGET”, november 2000.

“Het gemeenschappelijke monetaire beleid in de derde fase: Algemene documentatie met betrekking tot de monetaire-beleidsinstrumenten en -procedures van het Eurosysteem”, november 2000.

“EU banks’ margins and credit standards”, december 2000.

“Mergers and acquisitions involving the EU banking industry: facts and implications”, december 2000.

“Annual report on the activities of the Anti-Fraud Committee of the European Central Bank”, januari 2001.

“Cross-border use of collateral: A user’s survey”, februari 2001.

“Price effects of regulatory reform in selected network industries”, maart 2001.

“The role of central banks in prudential supervision”, maart 2001.

“Money and banking statistics in the accession countries: Methodological manual”, april 2001.

“TARGET: Annual Report”, mei 2001.

“A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises”, juni 2001.

“Payment and securities settlement systems in the European Union”, juni 2001.

“Why price stability?”, juni 2001.

“The euro bond market”, juli 2001.

“The euro money market”, juli 2001.

“The euro equity markets”, augustus 2001.

“The monetary policy of the ECB”, augustus 2001.

“Monetary analysis: tools and applications”, augustus 2001.

“Review of the international role of the euro”, september 2001.

“The Eurosystem’s policy line with regard to consolidation in central counterparty clearing”, september 2001.

“Provisional list of MFIs of the accession countries (as at the end of December 2000)”, oktober 2001.

“TARGET: the Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system – update 2001”, november 2001.

“European Union balance of payments/international investment position statistical methods”, november 2001.

“Fair value accounting in the banking sector”, november 2001.

“Towards an integrated infrastructure for credit transfers in euro”, november 2001.

“Accession countries: Balance of payments/international investment position/statistical methods”, februari 2002.

“List of monetary financial institutions and institutions subject to minimum reserves”, februari 2002.

“Labour market mismatches in euro area countries”, maart 2002.

Brochures

“TARGET: Facts, figures, future”, september 1999.

“The ECB payment mechanism”, augustus 2000.

“The euro: integrating financial services”, augustus 2000.

“TARGET”, augustus 2000.

“The European Central Bank”, april 2001.

“The euro banknotes and coins”, mei 2001.

“TARGET-update 2001”, juli 2001.

“The euro and the integration of financial services”, september 2001.

