



EUROPESE CENTRALE BANK

2004

JAARVERSLAG

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

JAARVERSLAG  
2004

ECB EZB EKT EKP



50



EUROPESE CENTRALE BANK



EUROPESE CENTRALE BANK



## JAARVERSLAG 2004

In 2005 verschijnt  
in alle publicaties  
van de ECB  
een motief van  
het bankbiljet  
van €50.

© Europese Centrale Bank, 2005

**Adres**

Kaiserstrasse 29  
60311 Frankfurt am Main, Duitsland

**Postadres**

Postfach 16 03 19  
60066 Frankfurt am Main, Duitsland

**Telefoon**

+49 69 1344 0

**Internet**

<http://www.ecb.int>

**Fax**

+49 69 1344 6000

**Telex**

411 144 ecb d

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

*Foto's:*

*Claudio Hils  
Martin Joppen  
Stefan Laub  
Constantin Meyer  
Marcus Thelen  
Europees parlement*

*De afsluitingsdatum voor de in dit  
Verslag voorkomende gegevens was  
25 februari 2005.*

ISSN 1561-459X (papier)  
ISSN 1725-2911 (internet)

# INHOUD

<b>VOORWOORD</b>	<b>12</b>		
<b>HOOFDSTUK I ECONOMISCHE ONTWIKKELINGEN EN MONETAIR BELEID</b>			
<b>1 MONETAIRE-BELEIDSBESLISSINGEN</b>	<b>18</b>	<b>4 STATISTIEKEN</b>	<b>108</b>
<b>2 MONETAIRE, FINANCIËLE EN ECONOMISCHE ONTWIKKELINGEN</b>	<b>22</b>	4.1 Verere verbeteringen van het statistische kader voor het eurogebied	<b>108</b>
2.1 De mondiale macro- economische omgeving	<b>22</b>	4.2 Nieuwe of verbeterde statistieken	<b>109</b>
2.2 Monetaire en financiële ontwikkelingen	<b>25</b>	4.3 Statistieken omtrent de overheidsfinanciën	<b>110</b>
2.3 Prijsontwikkelingen	<b>47</b>	<b>5 ECONOMISCH ONDERZOEK</b>	<b>111</b>
2.4 Productie-, vraag- en arbeidsmarktontwikkelingen	<b>55</b>	5.1 Onderzoeksonderwerpen	<b>111</b>
2.5 Begrotingsontwikkelingen	<b>64</b>	5.2 Onderzoeksnetswerken	<b>112</b>
2.6 Ontwikkelingen inzake wisselkoersen en betalings- balansen	<b>72</b>	5.3 De bouw van macro-economische modellen voor het eurogebied	<b>113</b>
<b>3 ECONOMISCHE EN MONETAIRE ONTWIKKELINGEN IN DE EU-LIDSTATEN BUITEN HET EUROGEBIED</b>	<b>00</b>	<b>6 OVERIGE TAKEN EN WERKZAAMHEDEN</b>	<b>115</b>
		6.1 Naleving van het verbod op monetaire financiering en bevoorrechte toegang	<b>115</b>
		6.2 Adviesfuncties	<b>115</b>
		6.3 Het beheer van de krediettransacties van de Europese Gemeenschap	<b>116</b>
<b>HOOFDSTUK 2 CENTRALE-BANKTRANSACTIES EN -ACTIVITEITEN</b>			
<b>1 MONETAIRE-BELEIDSTRANSACTIES, DEVIEZENTRANSACTIES EN INVESTERINGSACTIVITEITEN</b>	<b>90</b>	<b>HOOFDSTUK 3 FINANCIËLE STABILITEIT EN INTEGRATIE</b>	
1.1 Monetaire-beleidstransacties	<b>90</b>	<b>1 FINANCIËLE STABILITEIT</b>	<b>122</b>
1.2 Deviezentransacties	<b>96</b>	1.1 Het toezicht op de financiële stabiliteit	<b>122</b>
1.3 Investeringsactiviteiten	<b>96</b>	1.2 Samenwerking in crisissituaties	<b>124</b>
<b>2 BETALINGS- EN EFFECTENAFWIKKEL- SYSTEMEN</b>	<b>98</b>	<b>2 FINANCIËLE REGELGEVING EN TOEZICHT</b>	<b>126</b>
2.1 TARGET	<b>98</b>	2.1 Het bankwezen	<b>126</b>
2.2 TARGET 2	<b>100</b>	2.2 Effecten	<b>127</b>
2.3 Grensoverschrijdend gebruik van onderpand	<b>101</b>	2.3 Standaards voor accounting	<b>127</b>
<b>3 BANKBILJETTEN EN MUNTEN</b>	<b>103</b>	<b>3 FINANCIËLE INTEGRATIE</b>	<b>128</b>
3.1 De omloop van bankbiljetten en munten	<b>103</b>		

<b>4 HET TOEZICHT OP DE MARKTINFRASTRUCTUREN</b>	<b>133</b>	<b>HOOFDSTUK 7 UITBREIDING VAN DE EUROPESE UNIE</b>	
4.1 Het toezicht op het hoogwaardige betalingsverkeer in euro en de daarbij gebruikte infrastructuren	133	<b>1 GESLAAGDE TOETREDING VAN TIEN NIEUWE LIDSTATEN</b>	<b>168</b>
4.2 Het retail-betalingsverkeer	135	<b>2 BETREKKINGEN MET KANDIDAAT-LIDSTATEN VAN DE EU</b>	<b>173</b>
4.3 Effectenclearing- en afwikkel-systemen	135		
<b>HOOFDSTUK 4 EUROPESE EN INTERNATIONALE BETREKKINGEN</b>		<b>HOOFDSTUK 8 INSTITUTIONEEL KADER, ORGANISATIE EN JAARREKENING</b>	
<b>1 EUROPESE AANGELEGENHEDEN</b>	<b>144</b>	<b>1 BESLUITVORMENDE ORGANEN EN CORPORATE GOVERNANCE VAN DE ECB</b>	<b>177</b>
1.1 Beleidsaangelegenheden	144	1.1 Het Eurosysteem en het Europees Stelsel van Centrale Banken	177
1.2 Institutionele aangelegenheden	146	1.2 De Raad van Bestuur	179
<b>2 INTERNATIONALE AANGELEGENHEDEN</b>	<b>148</b>	1.3 De Directie	182
2.1 De belangrijkste ontwikkelingen binnen het internationale monetaire en financiële stelsel	148	1.4 De Algemene Raad	184
2.2 Samenwerking met landen buiten de EU	151	1.5 Comités van het Eurosysteem/ ESCB en het begrotingscomité	185
		1.6 Corporate Governance	185
<b>HOOFDSTUK 5 VERANTWOORDING</b>		<b>2 ORGANISATORISCHE ONTWIKKELINGEN</b>	<b>188</b>
<b>1 VERANTWOORDING TEGENOVER HET PUBLIEK EN HET EUROPESE PARLEMENT</b>	<b>156</b>	2.1 Human Resources	188
<b>2 OPVATTINGEN VAN DE ECB OVER SPECIFIEKE MET HET EUROPESE PARLEMENT BESPROKEN KWESTIES</b>	<b>157</b>	2.2 Het nieuwe kantoorgebouw van de ECB	189
<b>HOOFDSTUK 6 EXTERNE COMMUNICATIE</b>		<b>3 SOCIALE DIALOOG BINNEN HET ESCB</b>	<b>191</b>
<b>1 COMMUNICATIEBELEID</b>	<b>162</b>	<b>4 JAARREKENING VAN DE ECB</b>	
<b>2 COMMUNICATIE-ACTIVITEITEN</b>	<b>163</b>	Managementverslag voor het jaar 2004	194
		Balans per 31 december 2004	198
		Winst- en verliesrekening over het jaar 2004	200
		Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening	201
		Toelichting op de balans	205
		Toelichting op de winst- en verliesrekening	213
		Toelichting op de toedeling van verliezen	216
		Accountantsverklaring	217
		<b>5 GECONSOLIDEERDE BALANS VAN HET EUROSISTEEM PER 31 DECEMBER 2004</b>	<b>218</b>

## BIJLAGEN

### DOOR DE EUROPESE CENTRALE BANK VASTGESTELDE RECHTSINSTRUMENTEN

222

leningen of kredietlijnen  
aan niet-financiële  
ondernemingen 44

### DOOR DE EUROPESE CENTRALE BANK UITGEBRACHTE ADVIEZEN

227

Grafiek B: Ecarts tussen de door de  
MFI's gehanteerde  
rentetarieven op kleine  
en grote leningen aan niet-  
financiële ondernemingen 45

### PUBLICATIES VAN DE EUROPESE CENTRALE BANK SINDS JANUARI 2004

231

5 De olieprijs en de economie van het  
eurogebied 49

### OVERZICHT VAN DE MONETAIRE-BELEIDSMATREGELEN VAN HET EUROSISTEEM

237

Tabel: Stijgingen van de prijzen  
van ruwe Brent-olie  
gedurende bepaalde periodes 49

### LIJST VAN TERMEN

239

Grafiek A: Prijzen van ruwe  
Brent-olie 50

### LIJST VAN KADERS

1 Trends in de financiële beleggingen  
van de niet-financiële sector van  
het eurogebied in 2004

28

Tabel: Financiële beleggingen  
van de niet-financiële sector  
in het eurogebied

28

2 Hoe zou de overliquiditeit in het  
eurogebied kunnen worden aangewend?

31

Grafiek: Schematische voorstelling  
van de wijze waarop  
overliquiditeit kan  
worden aangewend

31

3 Gemeenschappelijke trends in de  
impliciete volatiliteit op de financiële  
markten

36

Grafiek A: Impliciete volatiliteit van  
de financiële markten  
in het eurogebied

37

Grafiek B: Impliciete volatiliteit  
van de obligatie- en de  
aandelenmarkt in het  
eurogebied en de  
Verenigde Staten

38

4 Waren de financieringsvoorwaarden  
in 2004 minder gunstig voor de kleine  
en middelgrote ondernemingen dan  
voor de grote ondernemingen van  
het eurogebied?

43

Grafiek A: Wijzigingen in de  
acceptatiecriteria voor

6 Vooruitgang inzake structurele  
hervormingen van de EU-product-  
en arbeidsmarkten in DE EU

56

7 Potentiële effecten van demografische  
veranderingen in het eurogebied

60

Grafiek: Belangrijkste demografische  
ontwikkelingen in het  
eurogebied

61

8 Ontwikkelingen inzake  
overheidsschuldbewijzen in het  
eurogebied

66

Grafiek A: Uitstaand bedrag aan  
overheidsschuldbewijzen  
in het eurogebied naar  
land van uitgifte in 2004

66

Tabel: Structuur van het uitstaande  
bedrag van de door de  
overheden van het  
eurogebied uitgegeven  
schuldbewijzen

66

Grafiek B: Rendementsecarts op  
langlopende overheids-  
obligaties t.o.v. Duitsland

67

Grafiek C: Veranderingen in de  
relatieve schuldquoten t.o.v.  
Duitsland en veranderingen  
in de rendementsecarts  
tussen 2001 en 2004

68

9	Begrotingsbeleid en macro-economische stabiliteit	
10	Belangrijkste elementen van het Exchange Rate Mechanism II	
11	Diensten inzake reservebeheer van het Eurosysteem	
12	Onderzoeksnetwerk inzake de kapitaalmarkten en de financiële integratie binnen Europa	
13	Financiële integratie op de kredietmarkt in het eurogebied	
14	Standaards voor effectenclearing en -afwikkeling in de Europese Unie	
15	De missie van het Eurosysteem	

#### LIJST VAN TABELLEN

1	Prijzontwikkelingen	47
2	Arbeidskostenindicatoren	53
3	Samenstelling van de reële bbp-groei	54
4	Arbeidsmarktontwikkelingen	59
5	Begrotingsposities in het eurogebied	64
6	Reële bbp-groei in de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten en het eurogebied	77
7	HICP-inflatie in de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten en het eurogebied	78
8	Begrotingsposities in de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten en het eurogebied	80
9	Betalingsbalans van de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten en het eurogebied	81
10	Ontwikkelingen in ERM II	83
11	Officiële monetaire-beleidsstrategieën van de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten	85
12	Betalingsverkeer in TARGET	99
13	Algehele beschikbaarheid van TARGET	99
14	Uitsplitsing van vervalsingen naar coupure	105
15	In 2004 toegewezen bankbiljetten-productiequota	106
16	Kengetallen voor de economie van de EU vóór en na uitbreiding met de nieuwe lidstaten	169

#### LIJST VAN GRAFIEKEN

1	ECB-rentevoeten en geldmarktrente	18
2	Belangrijkste ontwikkelingen in de grote industrielanden	22
3	Belangrijkste ontwikkelingen in de grondstoffenmarkten	25
4	M3 en M3 gecorrigeerd voor het geraamde effect van portefeuille-herschikkingen	26
5	Bijdragen tot de jaarlijkse M3-groei	26
6	Door MFI's gehanteerde korte rente op deposito's	27
7	Ontwikkeling M3 en tegenposten	29
8	Ramingen van de money gap	30
9	Korte rente en helling van de geldmarktrendementscurve	33
10	Driemaands EURIBOR-futuresrente en impliciete volatiliteit afgeleid van opties op driemaands EURIBOR-futurescontracten	33
11	Rendementen op langlopende overheidsobligaties	34
12	Reëel obligatierendement op de lange termijn en "break-even"-inflatie in het eurogebied	35
13	Belangrijkste aandelenkoersindices	39
14	Groei van de werkelijke en verwachte bedrijfswinsten	39
15	Dynamiek van de woningmarkt en leningen in de landen van het eurogebied	40
16	Door MFI's gehanteerde rentetarieven voor leningen aan huishoudens en niet-financiële ondernemingen	41
17	Schuldquote en groei van de leningen aan huishoudens	42
18	Indicatoren van de marktconforme financieringskosten van niet-financiële ondernemingen	42
19	Bijdrage tot de jaarlijkse groei van de schuldenlast van de niet-financiële ondernemingen	46
20	Indicatoren inzake de balans van de niet-financiële ondernemingen	46
21	Uitsplitsing HICP-inflatie: belangrijkste subcomponenten	48
22	Bijdragen van subcomponenten tot de HICP-inflatie	48
23	Ontwikkelingen van de woningprijzen in het eurogebied	53

24 Uitsplitsing industriële producentenprijzen	<b>53</b>
25 Sectorale loonsom per werknemer	<b>54</b>
26 Bijdragen tot de reële bbp-groei op kwartaalbasis	<b>55</b>
27 Arbeidsproductiviteit	<b>59</b>
28 Werkloosheid	<b>60</b>
29 Nominale en reële effectieve wisselkoersen van de euro	<b>74</b>
30 Saldo op de lopende rekening en componenten daarvan	<b>74</b>
31 Saldo op de financiële rekening en componenten daarvan	<b>75</b>
32 Veranderingen in de wisselkoers van de euro ten opzichte van niet tot het ERM II behorende EU-valuta's	<b>83</b>
33 Inschrijvingen en toewijzingen in de wekelijkse BHT's in 2004	<b>91</b>
34 Liquiditeitsfactoren en het verloop van de bankbiljettencirculatie in het eurogebied in 2004	<b>92</b>
35 Beleenbaar verhandelbaar onderpand	<b>94</b>
36 Gebruik van verhandelbaar onderpand	<b>94</b>
37 Totale waarde van de bankbiljetten in omloop in de periode 2000-2004	<b>103</b>
38 Totaal aantal eurobankbiljetten in omloop in de periode 2002-2004	<b>103</b>
39 Aantal eurobankbiljetten in omloop in de periode 2002-2004	<b>104</b>
40 Aantal uit de omloop genomen vervalsingen van eurobankbiljetten in de periode 2002-2004	<b>105</b>
41 Reeks Working Papers van de ECB: rubricering volgens Journal of Economic Literature	<b>112</b>





## AFKORTINGEN

### LANDEN

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

### ANDERE AFKORTINGEN

AEP	Arbeidskosten per eenheid product
bbp	bruto binnenlands product
BIB	Bank voor Internationale Betalingen
BPM5	IMF Balance of Payments Manual (5e editie)
c.i.f.	c.i.f. aan de grens van het importerende land
CPI	consumptieprijsindex
ECB	Europese Centrale Bank
EER	Europese Economische Ruimte
EMI	Europees Monetair Instituut
EMU	Economische en Monetaire Unie
ERM	Europees Wisselkoersmechanisme
ESCB	Europees Stelsel van Centrale Banken
ESR 95	Europees Stelsel van Rekeningen 1995
EU	Europese Unie
EUR	euro
EWK	Effectieve zwisselkoers
f.o.b.	f.o.b. aan de grens van het exporterende land
HICP	geharmoniseerde consumptieprijsindex
ILO	Internationale Arbeidsorganisatie
IMF	Internationaal Monetair Fonds
MFI	'monetaire financiële instelling
NCB	nationale centrale bank
PPI	producentenprijsindex

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

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

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

**Kunstenaar: Stephan Jung**

Titel: P.WP1, 2002

Materiaal: Olieverf op doek, Afmetingen: 230 × 265 cm 16

**Kunstenaar: Isa Dahl**

Titel: “eben still”, 2004

Materiaal: Olieverf op doek, Afmetingen: ø 190 cm 88

**Kunstenaar: Jacob Dahlgren**

Titel: Kraków, 2002

Materiaal: Op aluminium bevestigde yoghurtbekertjes, Afmetingen: 184 × 148 × 10 cm 120

**Kunstenaar: Ana Luísa Ribeiro**

Titel: Zonder Titel, 2002

Materiaal: Olieverf op doek, Afmetingen: 150 × 230 cm 142

**Kunstenaar: Xenia Hausner**

Titel: Traumspiel, 2004

Materiaal: Chromolithografie op geschept papier (nr. 16/25), Afmetingen: 96 × 129 cm 154

**Kunstenaar: Philippe Cognée**

Titel: Foule, Place St Pierre de Rome, Pâques, 1999

Materiaal: Pigment en was op doek, Afmetingen: 154 × 153 cm 160

**Kunstenaar: Jan Fabre**

Titel: Zonder Titel, 1987

Materiaal: Balpeninkt op papier, Afmetingen: 200 × 158 cm 166

**Kunstenaar: Reinhold A. Goelles**

Titel: Zonder Titel

Materiaal: Acrylverf op doek, Afmetingen: 152 × 100 cm 174

# VOORWOORD



Terugkijkend op de gebeurtenissen van het afgelopen jaar, vormde de uitbreiding van de EU op 1 mei 2004 een belangrijke historische mijlpaal. Wij zijn op de terreinen die binnen onze bevoegdheden vallen ruim van te voren met de voorbereidingen op de uitbreiding begonnen, in het bijzonder door onze collega-presidenten van de centrale banken van de tien nieuwe lidstaten hier zo vroeg mogelijk, als waarnemers in de vergaderingen van de Algemene Raad, bij te betrekken; het succes van deze uitbreiding was mede het resultaat van het intensieve voorbereidende werk dat door de ECB en haar medewerkers is verricht. Verder konden deskundigen van deze centrale banken, eveneens als waarnemers, deelnemen aan de comités van het Europees Stelsel van Centrale Bank (ESCB). De grondigheid van en de vriendschappelijke sfeer gedurende deze voorbereiding, maakten een soepele toetreding van deze landen en centrale banken tot de EU en het ESCB mogelijk. De eerste na de uitbreiding gehouden vergadering van de Algemene Raad was voor ons allen een emotioneel moment, ter-

wij de eerste teleconferentie van de Algemene Raad eveneens een belangrijke mijlpaal vormde: we hebben er voor gezorgd dat ons nieuwe, veilige communicatienetwerk perfect functioneerde, en aangetoond dat we in staat waren via een teleconferentie effectieve besprekingen te voeren door heel Europa.

De tien nieuwe lidstaten zijn tot de EU toegetreden zonder “opt out”-clausule. Zij hebben zich dus gecommitteerd aan uiteindelijke toetreding tot het eurogebied. Wij zijn het er allemaal over eens dat, volledig overeenkomstig de Verdragsvereisten, de best mogelijke voorbereiding voor het invoeren van de euro, namelijk een hoog niveau van duurzame convergentie in overeenstemming met de criteria van het Verdrag van Maastricht, van essentieel belang is.

Gedurende 2004 zijn nog eens drie valuta's, die van Estland, Letland en Slovenië, toegetreden tot het wisselkoersstelsel ERM II, dat voorheen bestond uit de ankervaluta, de euro, en de Deense kroon. De drie nieuwe toetreders streven ernaar op zodanige wijze deel te nemen aan het ERM II dat zowel een soepele werking van het stelsel als de best mogelijke bijdrage aan het bereiken van duurzame convergentie, is verzekerd.

\*\*\*

Voor de leden van de EU is het proces begonnen van ratificatie van het onlangs ondertekende Verdrag tot vaststelling van een Grondwet voor Europa. De Grondwet is een overtuigend voorbeeld van de wil van Europa om, naast uitbreiding, door te gaan met de historische verdieping van de Unie. Het Eurosysteem, dat als hoofddoelstelling heeft het handhaven van prijsstabiliteit, is zich terdege bewust van zijn in de Grondwet bevestigde rol in het verdieppingsproces. De Grondwet bevestigt tevens alle essentiële elementen van het beleidskader voor de EMU, onder zowel de monetaire pijler als de economische en begrotingspijler. De ECB ziet uit naar de ratificatie van de Grondwet.

\*\*\*

In het jaar 2004 is in het eurogebied sprake geweest van gematigde groei, met een reële bbp-groei op jaarbasis van 1,8%, vergeleken met 0,5% in 2003. Het groeiprofiel voor het jaar werd gekenmerkt door een relatief dynamische eerste helft, gevolgd door trage groei in het derde en vierde kwartaal. Over het geheel genomen, is de diagnose van een geleidelijk herstel dat zich voltrekt in de context van een aantal binnenlandse en internationale onzekerheden, bevestigd.

De Raad van Bestuur van de ECB heeft in heel 2004 de basisherfinancieringsrente op het uitzonderlijk lage niveau van 2% gehandhaafd. De Raad heeft een monetair beleid gevoerd dat gericht was op het handhaven van prijsstabiliteit in een complex internationaal klimaat dat met name gekenmerkt werd door prijsstijgingen van grondstoffen en olie, perioden van volatiliteit op de valutamarkten, het aanhouden van aanzienlijke mondiale onevenwichtigheden, en de significante bijdrage aan de mondiale groei door de zeer snelle ontwikkeling van een aantal opkomende economieën. Gedurende het jaar heeft de Raad van Bestuur herhaaldelijk opgeroepen tot waakzaamheid ten aanzien van de inflatoire risico's verbonden aan mogelijke tweede-ronde-effecten van loon- en prijsstijgingen na de totale-inflatiestijgingen die vooral het gevolg waren van schokken in de grondstoffen- en olieprijsen. Niet in de laatste plaats omdat economische actoren en sociale partners onze boodschap duidelijk hebben begrepen, blijft sprake van gematigde tweede-ronde-effecten.

Gedurende de eerste helft van 2004 is een lichte opwaartse tendens in de middellange- tot langetermijnramingen van de uit verschillende enquêtes en geïndexeerde obligaties afgeleide inflatieverwachtingen waargenomen. Deze negatieve tendens stopte rond medio 2004 en begon gedurende de tweede helft van het jaar te keren. De duidelijke boodschap van waakzaamheid van de Raad van Bestuur gedurende deze periode, heeft zeker bijgedragen aan het handhaven van de algehele verankering van de inflatieverwachtingen op een niveau dat in overeen-

stemming is met onze definitie van prijsstabiliteit: onder 2%, maar dicht bij 2%.

Deze verankering van de inflatieverwachtingen in het eurogebied voor de middellange tot lange termijn, die een weerspiegeling vormt van de geloofwaardigheid van de Raad van Bestuur van de ECB, is van essentieel belang. Het is deze geloofwaardigheid die de ECB in staat stelt zelfs onder moeilijke omstandigheden te zorgen voor prijsstabiliteit, overeenkomstig het mandaat dat haar door het Verdrag is gegeven, door economische actoren een duidelijk referentiepunt te bieden in het prijs- en loonvormingsproces. Verder stelt de geloofwaardigheid het eurogebied in staat profijt te trekken van een financieel klimaat dat door de historisch lage markttrentes voor de middellange en lange termijn, waarin inflatieverwachtingen zijn verwerkt die in overeenstemming zijn met onze definitie van prijsstabiliteit, gunstig is voor het creëren van groei en werkgelegenheid.

\*\*\*

Een goed monetair beleid is een noodzakelijke voorwaarde voor duurzame groei en werkgelegenheidscreatie. Maar monetair beleid alleen is niet voldoende. Het dient te worden vergezeld van solide begrotingsbeleid en een passend samenstel van structurele hervormingen.

Dat is de reden waarom het Eurosysteem altijd zo sterk heeft gepleit voor de correcte tenuitvoerlegging van het Pact voor Stabiliteit en Groei, en bij voortduring de noodzaak heeft benadrukt de integriteit van de correctieve instrumenten van het Pact, in het bijzonder het nominale anker van 3% van het bbp als de limiet voor begrotingstekorten, en van de buitensporige-tekortenprocedure zelf, volledig te behouden.

Het is tevens de reden waarom het Eurosysteem het eurogebied zo krachtig heeft opgeroepen tot besluitvaardigheid bij het doorvoeren van structurele hervormingen in de arbeidsmarkten, in het onderwijs, in onderzoek en ontwikkeling, in de goederen- en dienstenmarkten en in het

beheer van de sociale-zekerheidsuitgaven. Deze hervormingen zijn van het allergrootste belang om het groeipotentieel van de Europese economie te verhogen, werkgelegenheidscreatie te bevorderen en de werkloosheid significant te verminderen. Gedurende heel 2004 heeft de ECB de initiatieven van de Europese Commissie en de Raad van de EU, gericht op het doen herleven en versnellen van de implementatie van de structurele hervormingen zoals vastgelegd in de Lissabon-agenda, ondersteund. Verder hebben wij de voorstellen verwelkomd die werden gedaan in het eind 2004 gepubliceerde rapport van de door Wim Kok voorgezeten *High Level Group*, waarin er voor wordt gepleit de Lissabon-agenda te beperken tot een aantal prioriteitsterreinen die meer groei en werkgelegenheid stimuleren.

\*\*\*

Wat betreft de organisatie en het functioneren van de ECB, was 2004 een jaar vol uitdagingen. De ECB heeft een netto verlies geleden van €1.636 miljoen, vergeleken met een netto verlies van €477 miljoen in 2003. Dit netto verlies was wederom het gevolg van het beloop van de wisselkoersen, dat een negatieve invloed had op de in euro uitgedrukte waarde van de door de ECB aangehouden activa luidende in vreemde valuta's. De door de ECB gehanteerde regels voor de opstelling van de jaarrekening zijn gebaseerd op het beginsel van maximale voorzichtigheid. Dat is de reden waarom deze ongeïmplementeerde wisselkoersverliezen worden beschouwd als gerealiseerde verliezen en in de winst- en verliesrekening per de jaarultimo zijn opgenomen. In 2004 resulteerde de appreciatie van de euro in netto verliezen op de wisselkoersherwaarderingen ten bedrage van bijna €2,1 miljard. Ongerealiseerde winsten uit de wisselkoers- en marktprijs herwaarderingen worden daarentegen niet beschouwd als winst, maar worden direct naar herwaarderingsrekeningen overgedragen.

De reguliere inkomsten van de ECB komen voornamelijk voort uit beleggingsbaten op de door haar aangehouden externe reserves en haar

volgestorte kapitaal van €4,1 miljard, en uit rentebaten op haar aandeel van 8% in de totale waarde van de eurobankbiljetten in omloop. De rentebaten in 2004 waren wederom gering, voornamelijk door de uitzonderlijk lage rente, aangezien de basisherfinancieringsrente gedurende heel 2004 op 2% is gehandhaafd. In totaal heeft de ECB netto rentebaten verdiend van €690 miljoen, vergeleken met €715 miljoen in 2003. De beheerkosten van de ECB ter zake van salarissen en aanverwante kosten, huur, en goederen en diensten bedroegen €340 miljoen. Eind 2004 bedroeg het aantal personeelsleden van de ECB 1.314, vergeleken met 1.217 het jaar daarvoor.

Vorig jaar werd het "ECB in beweging"-project afgerond, gericht op het verbeteren van de effectiviteit en doelmatigheid van de ECB, het beheer van de *human resources* op een hoger plan te tillen, en centrale-bankwaarden onder het voltallige personeel te versterken. De meeste in het programma opgenomen en door de Directie goedgekeurde maatregelen zijn reeds ten uitvoer gelegd, en er worden thans nog enkele geïmplementeerd. Het "ECB in beweging"-project is een bijzonder initiatief gebleken dat heeft bijgedragen tot het verbeteren van onze werkcultuur en het consolideren van de teamgeest binnen de Bank. De Directie ondersteunt de implementatie van het programma van maatregelen en het in stand houden van de geest van het project ten volle.

Het jaar 2004 werd gekenmerkt door twee andere belangrijke ontwikkelingen. Ten eerste, de vaststelling van de kernwaarden van de ECB: deskundigheid, effectiviteit en doelmatigheid, integriteit, teamgeest, transparantie en verantwoordingsplicht, en werken voor Europa. De tweede belangrijke ontwikkeling was het besluit te starten met een *zero-based budgeting*-project. Vanaf haar oprichting op 1 juni 1998 is de ECB snel gegroeid teneinde met succes te kunnen voldoen aan de historische uitdagingen waarvoor zij zich zag gesteld; nu zij haar effectiviteit had bewezen, werd door de ECB de tijd rijp geacht om de doelmatigheid van haar functioneren grondig te herzien. De Directie heeft der-

halve in 2004 een *zero-based budgeting*-project gelanceerd, met als doel al de taken van de instelling en de daarmee samenhangende allocatie van personeel tegen het licht te houden. Het project is in volle gang en zal medio 2005 worden afgerond.

\*\*\*

Binnen de Directie, de Raad van Bestuur en de Algemene Raad van de ECB heerst een buitengewone teamgeest. In het eurogebied vormen de ECB en de 12 nationale centrale banken één team, het Eurosysteem. In 2004 werd de missie van het Eurosysteem vastgesteld (opgenomen in Kader 15 van het Jaarverslag), een kernachtig geformuleerd streven dat van toepassing is op de 13 instellingen en hun medewerkers in het gehele eurogebied. Deze missie geeft op opmerkelijke wijze blijk van onze collectieve wil om onze teamgeest binnen het Eurosysteem verder te versterken ten dienste van Europa en haar gemeenschappelijke munt. De ECB is er trots op aanvoerder te zijn van dit unieke team.

Frankfurt am Main, maart 2005



Jean-Claude Trichet



**Kunstenaar**  
Stephan Jung

**Titel**  
P.WP1, 2002

**Materiaal**  
Olieverf op doek

**Afmetingen**  
230 × 265 cm

© VG Bild-Kunst, Bonn 2005



**HOOFDSTUK I**

**ECONOMISCHE  
ONTWIKKELINGEN EN  
MONETAIR BELEID**

## I MONETAIRE-BELEIDSBESLISSINGEN

Het conjunctuurherstel, dat tijdens de tweede helft van 2003 in het eurogebied een aanvang nam, zette zich in 2004 voort. In de eerste helft van het jaar verstevigde de economie van het eurogebied als gevolg van met name de forse mondiale groei. In de tweede helft van 2004 verzwakte de economische activiteit in het eurogebied enigszins, deels vanwege de stijging van de olieprijsen. Gecorrigeerd voor het aantal werkdagen, groeide het reële bbp in 2004 met in totaal 1,8%, tegen 0,5% in 2003 en 0,9% in 2002.

Tegen de achtergrond van die geleidelijke economische opleving, kon de onderliggende binnenlandse inflatoire druk onder controle worden gehouden, voornamelijk dankzij de gematigde loonstijgingen. Ook de lichte appreciatie van de euro in nominale effectieve termen droeg bij aan de iets mildere inflatoire druk. De totale inflatie werd in 2004 echter in aanzienlijke mate beïnvloed door de stijgingen in de door de overheid gereguleerde prijzen en de indirecte belastingen, en, voornamelijk in de tweede helft van

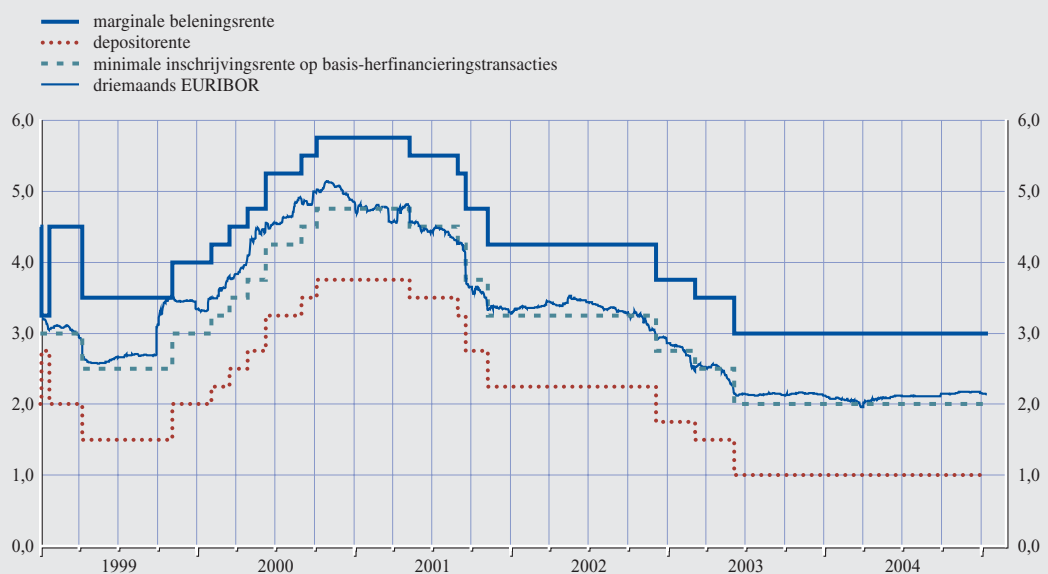
het jaar, door de olieprijsstijgingen. In totaal beliep de jaarlijkse HICP-inflatie in 2004 derhalve 2,1%, net als het jaar voordien.

In deze context van gematigde binnenlandse prijsdruk en positieve vooruitzichten inzake prijsstabiliteit op de middellange termijn, hield de Raad van Bestuur van de ECB de basisrentetarieven van de ECB gedurende heel 2004 ongewijzigd op een historisch laag peil. De minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties van de ECB werd op 2% gehandhaafd, terwijl de rente op de deposito-faciliteit en die op de marginale belenings-faciliteit respectievelijk op 1% en 3% werden gehouden (zie Grafiek 1).

Bij nadere beschouwing van de monetaire beleidsbeslissingen, wijzen de gegevens betreffende de eerste maanden van 2004 op een voortzetting van het geleidelijke economische herstel dat een aanvang nam in de tweede helft van 2003. Wat de externe factoren betreft, groeide de uitvoer krachtig onder impuls van

Grafiek 1 ECB-rentevoeten en geldmarktrente

(procenten per jaar; daggegevens)



Bron: ECB.

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

onder meer de zeer dynamische wereldeconomie. Bovendien schiepen de uitermate gunstige financieringsvoorwaarden binnen het eurogebied alsook de als gevolg van balansaanpassingen verbeterde vooruitzichten voor de bedrijfswinsten een positief investeringsklimaat. Inzake de particuliere consumptie, werd een geleidelijk herstel verwacht in het licht van de in het vooruitzicht gestelde stijging van het reële beschikbare inkomen en de geleidelijke verbetering van de arbeidsmarktvoorwaarden. Op het vlak van de prijzen is de HICP-inflatie begin 2004 tot onder de 2% gedaald, grotendeels dankzij de afnemende inflatoire druk als gevolg van de appreciatie van de euro tijdens de laatste maanden van 2003 en van de basiseffecten die werden gesorteerd door de forse stijgingen van de energieprijzen begin 2003.

In het eerste kwartaal van 2004 zette de jaarlijkse M3-groei zijn tijdens de zomer van 2003 ingezette neerwaartse tendens voort. Dat kwam voornamelijk door het wegebben van de effecten van eerdere portefeuilleherstructureringen, naarmate de beleggers de structuur van hun portefeuilles geleidelijk wijzigden ten voordele van langerlopende en risicovollere financiële activa buiten M3, na een periode van uitzonderlijke voorkeur voor liquiditeiten tegen de achtergrond van de tussen 2001 en medio 2003 toegenomen economische en financiële onzekerheid. Ondanks de normalisering van de M3-groei, bleven aanzienlijk meer liquiditeiten in het eurogebied dan wat nodig was voor de financiering van een inflatievrije economische groei. Hoewel dit impliceerde dat de opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit nauwegezet dienden te worden gevolgd, oordeelde de Raad van Bestuur dat de vooruitzichten voor de prijsstabiliteit in het eerste kwartaal van 2004 per saldo gunstig waren.

In het tweede kwartaal van 2004 lieten de economische ontwikkelingen twee mogelijke tegen-gestelde scenario's vermoeden. Aan de ene kant wezen de beschikbare gegevens op een aanhoudende krachtige groei van de wereldeconomie en een uitermate positief beeld voor de uitvoer van het eurogebied. Aan de andere kant begon-

nen de olieprijs na maart 2004 fors te stijgen, wat geleidelijk aan grotere neerwaartse risico's impliceerde voor het aan de gang zijnde economische herstel. Naarmate het tweede kwartaal vorderde, kreeg het eerstgenoemde scenario totaal beschouwd de bovenhand en werd door de economische indicatoren steeds meer bevestigd dat de opleving aan kracht won. Omstreeks het einde van het tweede kwartaal kon uit de gepubliceerde gegevens inderdaad worden afgeleid dat de economie van het eurogebied zich in de eerste helft van 2004 krachtiger dan verwacht had hersteld, waardoor het optimisme betreffende de toekomstige economische groei toenam. In de eerste helft van het jaar groeide het reële bbp kwartaal op kwartaal met gemiddeld 0,6%, het snelste tempo dat sedert de eerste helft van 2000 in het eurogebied werd opgetekend. Het elan van de opleving was in de eerste plaats toe te schrijven aan de stevigere uitvoer en, na een lange periode van stagnatie, aan een ontluikende versteviging van de particuliere consumptie. Tegen die achtergrond voorspelde staf van het Eurosysteem in juni 2004 dat de reële bbp-groei in het eurogebied in 2004 gemiddeld beschouwd zou aantrekken met een cijfer tussen 1,4% en 2,0% en in 2005 met een cijfer tussen 1,7% en 2,7%. Ook internationale en particuliere organisaties maakten in hun voorspellingen voor de tweede helft van 2004 gewag van een versteviging van het economische herstel.

De forse stijging van de olieprijs bracht op de korte termijn de consumptieprijzen onder aanzienlijke opwaartse druk en sorteerde een duidelijk effect op de inflatie. De jaarlijkse HICP-inflatie liet in het tweede kwartaal van 2004 opnieuw een stijging optekenen, deels als gevolg van de stijgingen in de door de overheid gereguleerde prijzen en de indirecte belastingen. Bij de beoordeling van de prijstendensen op de middellange termijn was de Raad van Bestuur evenwel van mening dat de inflatoire druk wellicht beperkt zou blijven, vooral gelet op de zwakke arbeidsmarktomstandigheden en de verwachting dat de loonstijgingen gematigd zouden blijven als gevolg van de slechts geleidelijk verbeterende arbeidsmarkten en het trage

economische herstel. Die beoordeling spoorde met de door staf van het Eurosysteem in juni 2004 samengestelde projecties, volgens welke de gemiddelde jaarlijkse HICP-inflatie in 2004 tussen 1,9% en 2,3% zou bedragen en in 2005 tussen 1,1% en 2,3%, en was in overeenstemming met de voorspellingen van internationale en particuliere organisaties. Deze projecties waren echter met enkele opwaartse risico's behept die te maken hadden met het verloop van de olieprijsen, de onzekerheid omtrent de wijzigingen in de indirecte belastingen en de door de overheid gereguleerde prijzen, en potentiële tweede-ronde-effecten via het loon- en prijszettingsgedrag. Bovendien namen op de financiële markten de inflatieverwachtingen voor de middellange tot lange termijn in die periode enigszins toe.

Het twaalfmaands groeitempo van M3 zette in het tweede kwartaal van 2004 zijn neerwaartse trend in grote lijnen voort. Dat had te maken met de verdere normalisering van het beleggingsgedrag van de geldhoudende instellingen. Dat normaliseringsproces verliep echter vrij traag en de M3-geldhoeveelheid bleef relatief snel groeien, mede als gevolg van het stimulerende effect van het lage rentepeil op de vraag naar liquide activa. Daarom bleef de Raad van Bestuur zich zorgen maken over de persistente overliquiditeit in het eurogebied, die, in een fase van economische opleving, aanleiding zou kunnen geven tot inflatoire druk op de middellange termijn.

Hoewel het belangrijkste scenario van een aanhoudend herstel in de tweede helft van 2004 niet fundamenteel is gewijzigd, werd het steeds duidelijker dat de opleving van de economische activiteit in het eurogebied iets trager zou verlopen dan aanvankelijk werd verwacht. Deze ontwikkeling had voornamelijk te maken met een tijdelijke vertraging van de mondiale economische groei, een nieuwe aanzienlijke stijging van de olieprijsen in het derde kwartaal en een duidelijke appreciatie van de euro in het vierde kwartaal. In de loop van de tweede jaarthelft bevestigden de cijfers immers dat de impact van de hogere olieprijsen zich blijvend

deed voelen, wat zowel binnen als buiten het eurogebied de groei van de vraag afremde. In het derde en vierde kwartaal van 2004 groeide het reële bbp in het eurogebied kwartaal op kwartaal met slechts 0,2%. De in december 2004 door staf van het Eurosysteem gepubliceerde projecties wezen voor 2005 op een reële bbp-groei tussen respectievelijk 1,4% en 2,4% en, voor 2006, tussen 1,7% en 2,7%. De Raad van Bestuur beklemtoonde overigens het bestaan van neerwaartse risico's voor die projecties als gevolg van mogelijke ongunstige ontwikkelingen op de oliemarkt.

Op het vlak van de prijsontwikkelingen, bleef de jaarlijkse HICP-inflatie gedurende de hele tweede helft van 2004 iets boven de 2% schommelen, voornamelijk als gevolg van de stijgende olieprijsen. Er waren echter geen tekenen die erop wezen dat de binnenlandse inflatoire druk toenam. Sedert het laatste kwartaal van 2003 waren de loonstijgingen gematigd gebleven, en gelet op de aanhoudend matige groei en de persistente zwakte op de arbeidsmarkt werd ervan uitgegaan dat die trend zou aanhouden. Tegen die achtergrond voorzagen de in december 2004 door staf van het Eurosysteem gepubliceerde projecties een jaarlijkse HICP-inflatie die in 2005 zou schommelen tussen 1,5% en 2,5% en in 2006 tussen 1,0% en 2,2%. Deze projecties blijven evenwel het sterkst bedreigd door opwaartse risico's. Deze laatste hebben vooral te maken met het verloop van de olieprijsen, de onzekerheid omtrent nieuwe verhogingen van de indirecte belastingen en de door de overheid gereguleerde prijzen en mogelijke tweede-ronde-effecten in het loon- en prijszettingsgedrag.

Dergelijke risico's bleken ook steeds meer uit de monetaire analyse van de ECB. In de tweede helft van 2004 ging de opwaartse impact van de aanhoudend lage rentetarieven op de M3-groei – voornamelijk op de meest liquide bestanddelen ervan – zwaarder wegen dan de geleidelijke neerwaartse impact van het zich normaliserende beleggingsgedrag. Het lage rentepeil bleef tevens de particuliere vraag naar krediet aanwakkeren. Vooral de reeds krachtige vraag naar

leningen voor de aankoop van woningen trok nog verder aan, wat de stevige dynamiek van de woningprijzen in verschillende landen van het eurogebied nog verder in de hand werkte. In die context merkte de Raad van Bestuur op dat de aanhoudende overliquiditeit en de forse kredietgroei niet enkel als opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit werden beschouwd, maar ook als een mogelijke bron van onhoudbare stijgingen van de activaprijzen, voornamelijk op de vastgoedmarkten. Begin 2005 werd in die situatie geen fundamentele wijziging vastgesteld. De sedert medio 2004 opgetekende stevige monetaire groei zette zich voort en in het eurogebied bleef een aanzienlijk groter liquiditeitsvolume aanwezig dan nodig was voor de financiering van een niet-inflatoire groei.

In de tweede helft van 2004 en begin 2005 gaf de Raad van Bestuur in toenemende mate uiting aan zijn bezorgdheid over het ongunstige inflatieverloop op de korte termijn. Terzelfder tijd stelde hij vast dat er geen aanwijzingen waren dat de binnenlandse inflatoire druk toenam. Tegen die achtergrond werd de hele periode lang niet geraakt aan de basisrentetarieven van de ECB. De Raad van Bestuur beklemtoonde evenwel dat een aantal opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit op de middellange termijn tot continue waakzaamheid noopten.

## 2 MONETAIRE, FINANCIËLE EN ECONOMISCHE ONTWIKKELINGEN

### 2.1 DE MONDIALE MACRO-ECONOMISCHE OMGEVING

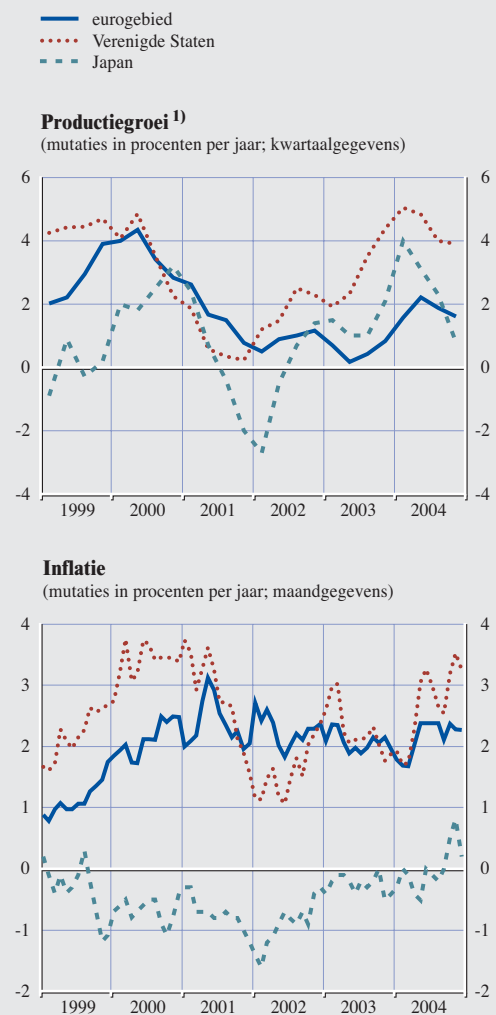
#### STERKSTE GROEI VAN WERELDECONOMIE IN MEER DAN TWEE DECENNIA

De wereldeconomie is sedert 1976 niet meer zo snel gegroeid als in 2004. De groei was vrij ruim over de verschillende regio's gespreid (zie Grafiek 2). In de Aziatische regio was de groei bijzonder robuust; de Chinese economie vertoonde zelfs tekenen van oververhitting. De stevige mondiale economische groei werd geschraagd door gunstige financieringsvoorwaarden en een in vele landen stimulerend macro-economisch beleid. Hij ging in 2004 gepaard met een sedert het jaar 2000 ongekend forse expansie van de wereldhandel.

De wereldeconomie groeide bijzonder sterk tijdens de eerste maanden van het jaar, maar in de meeste landen werd vervolgens een vertraging opgetekend. Deze laatste was deels het gevolg van een normalisering van de stevige dynamiek tijdens de voorgaande kwartalen, en van het begin van de geleidelijke terugschroefing van stimulerende beleidsmaatregelen. De forse stijging van de olieprijs die in oktober 2004 een piek bereikte, remde de groei extra af. In tal van landen droeg de verhoging van de olieprijs bij tot een gematigde stijging van de inflatie, grotendeels als gevolg van het verloop van de energiegebonden prijscomponenten. De onderliggende inflatietendensen bleven echter redelijk stabiel, wat erop wijst dat de tweede-ronde-effecten vrij beperkt bleven (zie Grafiek 2).

De aanhoudend stevige groei in de Verenigde Staten (vergeleken met sommige van hun handelspartners) zorgde voor een verdere vergroting van het Amerikaanse tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans. In combinatie met de onzekerheid omtrent de begrotingsvooruitzichten van dat land, gaf dit op de markten aanleiding tot een nog grotere bezorgdheid over de houdbaarheid van de mondiale onevenwichtigheden. Deels als gevolg van die bezorgdheid onderging de VS-dollar tijdens de laatste maanden van het jaar een vrij algemene depreciatie.

Grafiek 2 Belangrijkste ontwikkelingen in de grote industrielanden



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

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

De Amerikaanse economie bleef in 2004 over het algemeen snel groeien. Over het hele jaar beschouwd, steeg het reële bbp er met 4,4% (volgens voorlopige ramingen). Die expansie breidde zich ook uit tot de arbeidsmarkt waar zij voor de langverwachte kentering zorgde. De groei van het reële bbp werd ondersteund door het aanhoudende elan van de gezinsconsumptie en de bedrijfsinvesteringen (vooral in uitrustin-

gen en software), terwijl de nettohandel de groei negatief beïnvloedde.

De particuliere consumptie bleef gedurende het grootste gedeelte van het jaar stevig groeien als gevolg van de voortdurende impact van het accommoderende macro-economische beleid, de forse stijging van de woningprijzen en de aanzienlijke verbetering van de werkgelegenheid. Ofschoon de werkgelegenheidsgroei na enkele zwakke jaren opnieuw aantrok, bleef de opwaartse druk op de lonen meestal beperkt, voornamelijk door de resterende slapte op de arbeidsmarkt. In combinatie met de hoge olieprijsen zette de gematigde groei van de arbeidskosten tijdens de tweede helft van 2004 mede een rem op de onderliggende toename van het reële beschikbare inkomen. Indien er geen eenmalige inkomensverhoging was geweest als gevolg van een buitengewoon grote dividenduitkering in december, dan zou de spaarquote van de particulieren nog verder zijn gedaald. Terzelfder tijd stegen de schulden van de gezinnen, in verhouding tot het beschikbare inkomen, in 2004 tot een historisch hoog niveau.

Onder impuls van de toegenomen investeringen in uitrustingen en software, lieten de bedrijfsinvesteringen in 2004 een robuuste groei optekenen dankzij gunstige financieringsvoorwaarden, tijdelijke begrotingsstimuli en geringe, met een levendige vraag gepaard gaande voorraden. Ofschoon de hogere olieprijsen bijdroegen tot een stijging van de grondstoffenprijzen, bleven de ondernemingen zeer winstgevend. Voor een deel als gevolg van de verbeterde arbeidsmarktomstandigheden, liet de productiviteitsgroei in de loop van 2004 een vertraging optekenen, hoewel hij over het hele jaar beschouwd relatief stevig bleef.

Het externe evenwicht van de Verenigde Staten is in 2004 blijven verslechteren met een handelsdeficit en een lopend tekort die beide, in verhouding tot het bbp, opliepen tot een historisch hoog niveau. In reële termen bleef de invoer sneller groeien dan de uitvoer ondanks de sedert begin 2002 opgetekende cumulatieve depreciatie van de VS-dollar, aangezien de ste-

vige binnenlandse vraag in de Verenigde Staten veel forser aantrok dan die bij de voornaamste handelspartners. Het op binnenlands vlak daarmee gepaard gaande gebrek aan evenwicht tussen sparen en investeren weerspiegelde het continue ontsparen door de overheidssector en een historisch lage particuliere spaarquote.

Grotendeels als reactie op de hogere energieprijzen flakkerde de consumptieprijsinflatie in 2004 weer op. De jaarlijkse CPI-inflatie kwam aan het einde van het jaar op 3,3% uit. Ook de tijdens de afgelopen jaren vastgestelde neerwaartse tendens van de inflatie ongerekend voedingsmiddelen en energie sloeg om in een stijging tot 2,2%. De opwaartse druk op de prijzen bleef echter vrij gematigd dankzij een geleidelijke vermindering van de slapte op de arbeidsmarkt, de aanhoudend stevige productiviteitsgroei en het feit dat de depreciatie van de VS-dollar slechts in geringe mate doorwerkte in de consumptieprijzen. Derhalve bleven de op enquêtes en marktinformatie gebaseerde maatstaven voor de inflatieverwachtingen op de lange termijn laag, hoewel laatstgenoemde een lichte stijging vertoonden.

Na een periode van historisch lage rentetarieven trok de Federal Open Market Committee (FOMC) van het Federal Reserve System de doelstelling voor de federal funds rate in 2004 met 125 basispunten op. Vanaf juni 2004 gebeurde dat in vijf opeenvolgende stappen van telkens 25 basispunten, waardoor de doelstelling voor de federal funds rate tegen het einde van het jaar op 2,25% uitkwam (begin februari 2005 bereikte zij 2,5%). Hoewel het FOMC opmerkte dat de beleidsaanpassingen vermoedelijk beheersbaar en voorspelbaar ten uitvoer zouden kunnen worden gelegd, beklemtoonde het dat het, wanneer nodig, zou reageren op wijzigingen in de economische vooruitzichten ten einde zijn verplichting tot handhaving van de prijsstabiliteit na te komen. Wat het begrotingsbeleid betreft, is het begrotingstekort van de federale regering in het begrotingsjaar 2004 verslechterd tot 3,6% bbp, de economische opleving ten spijt.



In Japan verloor het economische herstel in 2004 aan kracht. Na een forse expansie tijdens het eerste kwartaal van het jaar, ging de economische activiteit gedurende de rest van 2004 aanzienlijk vertragen. Die achteruitgang had in hoofdzaak te maken met de verminderde overheidsuitgaven, de verzwakking van de particuliere binnenlandse vraag alsook met de matiging in de uitvoerdynamiek. Als gevolg van basiseffecten en het stevige eerste kwartaal steeg het reële bbp op jaarbasis niettemin tot zijn hoogste niveau sedert 1996 (2,6%). De situatie op de arbeidsmarkt ging er geleidelijk op vooruit. Intussen droegen de herstructurering van de bedrijfsbalansen, in combinatie met de kostenbesparende maatregelen, ertoe bij dat de bedrijfswinsten fors gingen stijgen, terwijl de banksector het niveau van de uitstaande oninbare leningen verlaagde.

De bezorgdheid over deflatie nam in de loop van het jaar ietwat af, hoewel ze niet volledig verdween. De groothandelsprijzen gingen in de hoogte, voornamelijk als gevolg van de gestegen grondstoffenprijzen, terwijl de prijzen voor eindproducten matig bleven teruglopen. Het mutatietempo op jaarbasis van de consumptieprijzen kwam voor het hele jaar op 0% uit, vergeleken met -0,3% in 2003. In oktober waren aanwijzingen van een afnemende deflatoire druk voor sommige directieleden van de Bank of Japan aanleiding om voor het begrotingsjaar 2005 een lichte stijging van de CPI, exclusief verse voedingsmiddelen, in het vooruitzicht te stellen. Naar het einde van 2004 toe stak de deflatoire druk evenwel opnieuw de kop op als gevolg van de prijsdaling voor geliberaliseerde diensten van nutsbedrijven. In januari 2004 verhoogde de Bank of Japan de doelstelling voor het uitstaande bedrag van bij haar aangehouden rekeningen-courant tot JPY 30-35 biljoen. Gedurende de rest van het jaar werd de monetaire-beleidskoers niet meer gewijzigd.

Dankzij de stevige dynamiek van het voorgaande jaar, was 2004 voor de Aziatische economieën exclusief Japan opnieuw een jaar van zeer forse groei, vooral door de krachtige buitenlandse vraag, de opleving van de binnen-

landse vraag en de investeringshousse in China. De regionale integratie in Azië vorderde, getuige de snelle groei van de handel binnen de regio en de investeringsstromen. Niettemin ging de groei aan het einde van het jaar vertragen door de verzwakking van de buitenlandse vraag en de hoge olieprijs. Wat de afzonderlijke landen betreft, bleef de Chinese economie krachtig groeien met, in de eerste helft van het jaar, enkele tekenen van oververhitting. Beleidsmaatregelen remden in de tweede helft van het jaar het elan van de investeringen af, hoewel zij geen domper zetten op de totale economische activiteit. Over het jaar als geheel groeide het Chinese bbp met 9,5%.

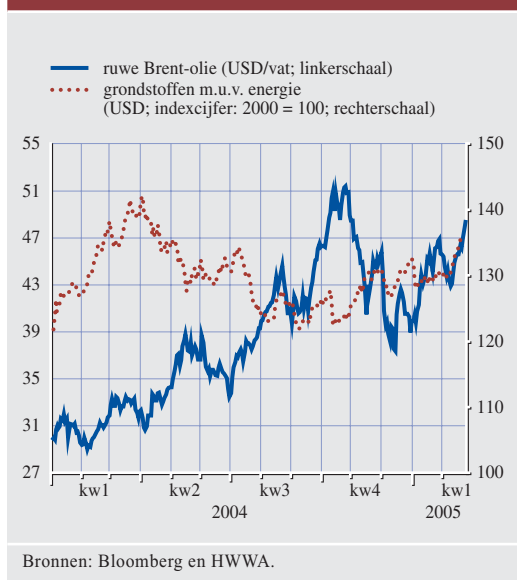
Latijns-Amerika zag zijn economische situatie aanzienlijk verbeteren dankzij zowel de uitvoeractiviteit als de binnenlandse vraag. In Brazilië en Mexico trok de groei in de loop van het jaar aan, voornamelijk als gevolg van de robuuste uitvoer en de opbloei van de investeringsactiviteit. In Argentinië bleef de economische activiteit zich fors herstellen, hoewel in de loop van het jaar een aarzeling optrad.

#### **GRONDSTOFFENPRIJZEN IN 2004 FORS GESTEGEN**

De olieprijsen zijn gedurende het grootste gedeelte van het jaar gestegen en bleken uitermate volatiel. De prijs van ruwe Brent-olie bereikte eind oktober een piek van USD 51, tegen USD 30 bij het begin van het jaar (zie Grafiek 3). Voor heel 2004 bedroeg de gemiddelde prijs van ruwe Brent-olie USD 38, dat is 33% boven het gemiddelde van 2003. Uitgedrukt in euro ging de prijs van ruwe Brent-olie in diezelfde periode met 20% omhoog. In 2004 waren de stuwende krachten achter de stijging van de olieprijsen de krachtige wereldvraag naar olie, beveiligingsbekommernissen omtrent de olievoorraden en een mismatch tussen de vraag naar en het aanbod van verschillende aardolie kwaliteiten.

De vraag naar olie nam flink toe, vooral in Azië en Noord-Amerika, en bleef tegen de achtergrond van de stevige internationale economische groei gedurende heel 2004 boven de verwachtingen uitstijgen. Volgens het Interna-

**Grafiek 3 Belangrijkste ontwikkelingen in de grondstoffenmarkten**



tionaal Energieagentschap is de wereldvraag naar olie in 2004 met 3,4% toegenomen, het snelste tempo in bijna drie decennia.

Wat de aanbodvoorwaarden betreft, gingen de marktdeelnemers er begin 2004 – als reactie op verklaringen van de Organisatie voor Olie-Exporterende landen (OPEC) – vanuit dat productieverminderingen door de OPEC nakend waren, ook al werd een en ander vervolgens niet bewaarheid. Zowel de OPEC- als de niet-OPEC-producenten besloten integendeel de productie van ruwe aardolie in 2004 aanzienlijk op te voeren. Aangezien het mondiale olieaanbod toenam, slonken de overproductie en de raffineercapaciteit aanzienlijk en bleef er slechts een zeer kleine marge over om onverhoedse verstoringen in het olieaanbod op te vangen. Als gevolg daarvan werden de olieprijsen in 2004 zeer gevoelig voor onverwachte wijzigingen in het evenwicht tussen vraag en aanbod, voor marktpercepties ten aanzien van de beveiliging van de bevoorrading met ruwe aardolie, alsook voor de bezorgdheid omtrent de adequaatheid van de olievoorraden. Bovendien brachten de snel toenemende vraag naar geraffineerde olieproducten en de toenemende voorraden ruwe aardolie een kwaliteitsmismatch

teweeg, wat aanleiding gaf tot recordpremies voor hoogwaardige soorten ruwe aardolie, zoals Brent.

De prijzen van de grondstoffen exclusief energie, die sedert de tweede helft van 2003 fors waren gestegen, bereikten in de eerste zes maanden van 2004 een hoogtepunt als gevolg van het krachtige wereldwijde economische herstel (zie Grafiek 3). In totaal lieten de grondstoffenprijzen met uitzondering van energie in de tweede helft van 2004 een lichte daling optekenen, aangezien zowel de prijzen van de voedingsmiddelen als die van de landbouwgrondstoffen terugliepen ten opzichte van de eerder in het jaar bereikte recordhoogten. De metaalprijzen bleven evenwel stijgen. Uitgedrukt in Amerikaanse dollar lagen de totale grondstoffenprijzen exclusief energie in 2004 gemiddeld 22% hoger dan een jaar eerder.

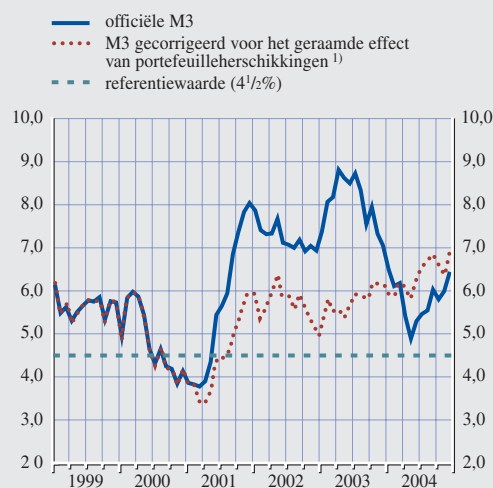
## 2.2 MONETAIRE EN FINANCIËLE ONTWIKKELINGEN

### M3-GROEI BEÏNVLOED DOOR TWEE TEGENGESTELDE KRACHTEN

Tegen de achtergrond van de monetaire-beleidskoers en de ontwikkelingen op de kapitaalmarkt werd de monetaire dynamiek in 2004 beïnvloed door twee tegengestelde krachten: enerzijds het lage rentepeil en anderzijds de normalisatie van het beleggingsgedrag van de ingezetenen van het eurogebied volgend op een periode van sterke liquiditeitsvoorkeur tussen 2001 en medio 2003. In de eerste helft van 2004 overheerste de matigende invloed van de normalisatie van het beleggingsgedrag op de M3-groei; het jaarlijkse groeitempo van M3 zette de in de zomer van 2003 begonnen vertraging voort en liep terug tot 5,3% in juni 2004. De jaarlijkse M3-groei trok in de tweede helft van 2004 weer aan en bereikte aan het einde van het jaar 6,4%, toen de stimulerende werking van het lage rentepeil en de daaruit voortvloeiende lage alternatieve kosten voor het aanhouden van geld op de voorgrond traden, versterkt door een nieuwe daling van de lange rente. Tegelijkertijd weerspiegelde de monetaire dynamiek in 2004 ook

### Grafiek 4 M3 en M3 gecorrigeerd voor het geraamde effect van portefeuilleherschikkingen

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



Bron: ECB.

1) De omvang van de portefeuilleherschikkingen binnen M3 wordt geraamd aan de hand van de benadering die werd besproken in Paragraaf 4 van het artikel getiteld "Monetary analysis in real time" in het ECB Maandbericht van oktober 2004.

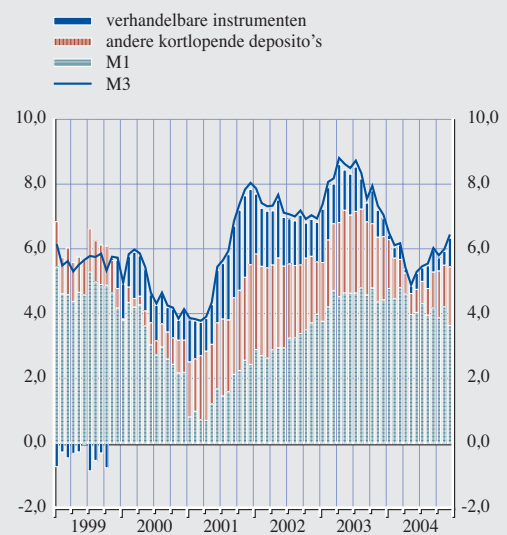
het feit dat de productiegroei steviger was dan in het voorgaande jaar.

De in 2004 vastgestelde normalisatie van het beleggingsgedrag verliep slechts langzaam. Hoewel de uitzonderlijke economische en financiële onzekerheid van de voorgaande jaren afnam, leken onder meer de huishoudens in het eurogebied nog steeds een uitgesproken risicomijdend gedrag te vertonen na een lange periode van kapitaalverliezen op de aandelenmarkten tussen 2000 en medio 2003. Dit zou kunnen verklaren waarom de liquiditeitsvoorkeur van de beleggers groter was dan wat als normaal mag worden beschouwd voor deze fase van de conjunctuercyclus. Bovendien kan de stimulerende invloed van het lage rentepeil op het aanhouden van geld bijzonder sterk zijn wanneer de rente zeer laag is. Dit zou het gevolg kunnen zijn van de transactiekosten verbonden aan de verkoop van liquide activa en zou de opportuniteitskosten voor het aanhouden van dergelijke activa verder verlagen.

De toenemende dominantie van het lage rentepeil als stuwende kracht achter de M3-dyna-

### Grafiek 5 Bijdragen tot de jaarlijkse M3-groei

(procentpunten; M3-groei in procenten; gecorrigeerd voor seizoen- en kalendereffecten)



Bron: ECB.

miek kan worden geïllustreerd aan de hand van een M3-maatstaf die gecorrigeerd is voor de geraamde invloed van portefeuilleherschikkingen binnen M3<sup>1)</sup> tijdens de periode van uitzonderlijke onzekerheid op de financiële markten tussen 2001 en medio 2003. Door zijn opzet wordt die maatstaf evenmin beïnvloed door de daaropvolgende normalisatie van het beleggingsgedrag en zou hij dus duidelijker aanwijzingen omtrent het rente-effect moeten geven dan de officiële M3-reeks. Er zij beklemtoond dat de voor het effect van portefeuilleherschikkingen gecorrigeerde M3-raming zeer onzeker is en dus omzichtig moet worden geïnterpreteerd. Tijdens de laatste drie kwartalen van 2004 lag het officiële M3-groei tempo onder de groei op jaarbasis van de gecorrigeerde M3-reeks, wat erop wijst dat de normalisatie van het beleggingsgedrag een matigende invloed had. Het feit dat zowel de groei van de officiële M3-reeks als die van de gecorrigeerde M3-reeks in de tweede helft van 2004 verstevigde, kan ech-

<sup>1)</sup> Voor nadere gegevens wordt verwezen naar Paragraaf 4 van het artikel getiteld "Monetary analysis in real time" in het ECB Maandbericht van oktober 2004.

ter aangeven dat de M3-dynamiek veeleer werd gedragen door de stimulerende invloed van het lage rentepeil dan door de normalisatie van het beleggingsgedrag (zie Grafiek 4).

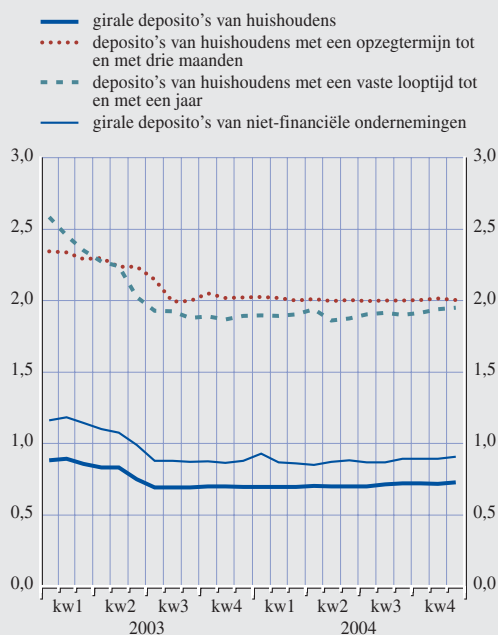
Net als in 2003 kwam de belangrijkste bijdrage tot de jaarlijkse M3-groei in 2004 van de meest liquide componenten, die in het eng gedefinieerde monetaire aggregaat M1 zijn opgenomen (zie Grafiek 5). Die bijdrage was het resultaat van aanzienlijke stijgingen van zowel de chartale-geldtegoeden als de girale deposito's. De groei van de chartale geldomloop weerspiegelde de aanhoudend stevige vraag naar eurobankbiljetten, zowel binnen het eurogebied als daarbuiten (zie ook Paragraaf 3 van Hoofdstuk 2 over bankbiljetten en munten).

De girale deposito's bleven in 2004 tamelijk snel groeien als gevolg van de zeer lage alternatieve kosten voor het aanhouden van die deposito's. De gemiddelde rentetarieven op de girale deposito's van de huishoudens en de niet-financiële ondernemingen bleven ten opzichte van eind 2003 grotendeels onveranderd op respectievelijk 0,73% en 0,90% aan het einde van 2004 (zie Grafiek 6). Dit weerspiegelde het verloop van de geldmarktrente in 2004.

De bijdrage tot de jaarlijkse M3-groei van de kortlopende deposito's met uitzondering van girale deposito's bedroeg in 2004 ongeveer 1,1 procentpunt, wat aanzienlijk minder is dan in 2003. Deze geringere bijdrage was hoofdzakelijk het gevolg van de ontwikkelingen van de kortlopende deposito's (deposito's met een vaste looptijd tot en met twee jaar), waarvan het groeitempo op jaarbasis negatief was, terwijl de kortlopende spaardeposito's (deposito's met een opzegtermijn tot en met drie maanden) fors groeiden. De uiteenlopende ontwikkelingen van die twee subcomponenten kunnen toe te schrijven zijn aan het feit dat in 2004, anders dan gewoonlijk, de termijndeposito's tot en met een jaar niet hoger werden vergoed dan spaardeposito's (zie Grafiek 6). In een dergelijke situatie zijn kortlopende spaardeposito's relatief aantrekkelijk dankzij hun hogere liquiditeitsgraad.

**Grafiek 6 Door MFI's gehanteerde korte rente op deposito's**

(procenten per jaar; rente op nieuwe contracten; gewogen<sup>1)</sup>)



Bron: ECB.

1) Voor de periode vanaf december 2003 worden de gewogen MFI-rentetarieven berekend aan de hand van landengewichten samengesteld uit een twaalfmaands voortschrijdend gemiddelde van de bedragen van de nieuwe contracten. Voor de voorgaande periode, van januari tot november 2003, worden de gewogen MFI-rentetarieven berekend aan de hand van landengewichten samengesteld uit het gemiddelde van de bedragen van de nieuwe contracten in 2003. Voor nadere informatie wordt verwezen naar het kader getiteld "Analysing MFI interest rates at the euro area level" in het ECB Maandbericht van augustus 2004.

Ten slotte liep de bijdrage van de verhandelbare instrumenten tot de jaarlijkse groei van M3 terug van 1,2 procentpunt in 2003 tot 0,4 procentpunt in 2004. Dit was met name het gevolg van een forse vertraging van het jaarlijkse groeitempo van de aandelen/participaties in geldmarktfondsen. Deze activa worden vaak door huishoudens en bedrijven aangehouden als een veilig spaarmiddel in tijden van economische en financiële onzekerheid, en de vertraging van hun groei weerspiegelt de normalisatie van het beleggingsgedrag van de ingezetenen van het eurogebied in 2004 (zie ook Kader 1 getiteld "Trends in de financiële beleggingen van de niet-financiële sector van het eurogebied in 2004").

## Kader I

### TRENDS IN DE FINANCIËLE BELEGGINGEN VAN DE NIET-FINANCIËLE SECTOR VAN HET EUROGEBIED IN 2004

De jaarlijkse groei van de financiële beleggingen van de niet-financiële sector bleef tijdens de eerste drie kwartalen van 2004 grotendeels onveranderd ten opzichte van de gemiddelde groei in 2003 (zie tabel). Achter deze stabiliteit gingen enigszins heterogene ontwikkelingen van de verschillende categorieën van financiële beleggingen schuil. Ondanks een versnelling van het groeitempo van de beleggingen in langlopende schuldbewijzen en beursgenoteerde aandelen tussen 2003 en 2004, liep de groei van de beleggingen in aandelen/participaties in geldmarktfondsen aanzienlijk terug. Hoewel de beleggingen in aandelen en aandelenfondsen in 2004 bovendien sneller toenamen dan tijdens de jaren voordien, vertraagden de aankopen van obligaties en obligatiefondsen enigszins. Al met al bevestigen die ontwikkelingen nogmaals de geleidelijke normalisatie van het beleggingsgedrag van de ingezetenen van het eurogebied, aangezien de marktpartijen opnieuw meer geneigd waren te beleggen in risicovollere en langerlopende activa.

De huishoudens bleven een hoog percentage van hun financiële besparingen beleggen in verzekeringsreserves, zij het in een iets trager tempo dan in 2003. De grote belangstelling voor die producten houdt reeds enkele jaren aan. Dit heeft wellicht te maken met besparingen uit voorzorg voor de oude dag in een vergrijzende maatschappij en mogelijk ook met de bezorgdheid van de economische subjecten omtrent de overheidspensioenregelingen.

### Financiële beleggingen van de niet-financiële sector in het eurogebied

	Uitstaand bedrag aan financiële beleggingen, in procenten <sup>1)</sup>	Jaarlijkse groei								
		1999	2000	2001	2002	2003	2004 kw 1	2004 kw 2	2004 kw 3	2004 kw 4
<b>Financiële beleggingen</b>	<b>100</b>	<b>5,6</b>	<b>6,5</b>	<b>4,6</b>	<b>3,8</b>	<b>4,4</b>	<b>4,3</b>	<b>4,6</b>	<b>4,5</b>	<b>.</b>
Chartaal geld en deposito's	37,8	3,0	3,3	4,6	4,9	5,5	5,3	5,3	5,6	.
Effecten met uitzondering van aandelen	12,2	8,0	9,0	8,1	0,7	-2,4	-0,6	3,7	3,2	.
<i>waarvan:</i> kortlopend	1,2	2,8	29,8	4,9	-13,8	-16,1	-4,7	15,4	11,9	.
<i>waarvan:</i> langlopend	11,0	4,4	6,4	8,6	2,7	-0,7	-0,2	2,6	2,4	.
Beleggingsfondsen	11,9	2,3	6,3	6,0	4,6	6,9	4,6	2,3	1,3	.
<i>waarvan:</i> beleggingsfondsen, m.u.v. geldmarktfondsen	9,2	4,7	7,1	4,1	3,4	6,5	5,2	2,4	1,6	.
<i>waarvan:</i> geldmarktfondsen	2,6	13,1	0,1	21,4	12,0	8,5	2,8	1,7	0,5	.
Beursgenoteerde aandelen	13,0	14,4	8,5	-0,9	-0,1	1,1	1,3	3,3	2,6	.
Verzekeringstechnische reserves	25,2	2,7	8,5	7,2	6,2	6,6	6,3	5,9	5,8	.
M3 <sup>2)</sup>		5,6	4,1	8,0	7,0	7,1	6,2	5,3	6,0	6,4
Jaarlijkse winsten en verliezen op de door de niet-financiële sector aangehouden effecten (procenten bbp)		10,7	-2,4	-9,1	-14,1	4,1	7,9	3,8	3,6	.

Bron: ECB.

Toelichtingen: Zie ook Paragraaf 3.1 in de "Euro area statistics" in het ECB Maandbericht. Jaargegevens per ultimo periode.

1) Per ultimo derde kwartaal 2004. Als gevolg van afronding komen de cijfers niet steeds exact op 100 uit.

2) Per ultimo periode. Het monetaire aggregaat M3 omvat door niet-MFI's uit het eurogebied (d.w.z. de niet-financiële sector en de niet-monetaire financiële instellingen) aangehouden monetaire instrumenten uitgegeven door de MFI's van het eurogebied en de centrale overheid.

### STEVIGER GEFUNDEERDE GROEI VAN DE KREDIETVERLENING DOOR MFI'S AAN DE PARTICULIERE SECTOR

Het verloop van de tegenposten van M3 bevestigde de invloed van de twee reeds vermelde tegengestelde krachten op de monetaire dynamiek. Enerzijds waren de sterkere groei van de langerlopende financiële passiva van de MFI's en, in de eerste helft van het jaar, de geringere stijgingen van de netto externe activa het gevolg van de afwikkeling van in het verleden verrichte portefeuilleherschikkingen binnen M3. Anderzijds was de forsere groei van de MFI-leningen aan de particuliere sector toe te schrijven aan het lage rentepeil.

In de eerste helft van 2004 bleef de netto kapitaaluitvoer uit het eurogebied aanzienlijk, terwijl de zwakkere kapitaalimport leidde tot een daling van de twaalfmaands stroom van de door de MFI-sector in het eurogebied aangehouden netto externe activa (zie Grafiek 7). Die kapitaaluitstroom kwam tot stand doordat de ingezetenen van het eurogebied activa aankochten van niet-ingezetenen van het eurogebied – een van de aspecten van de normalisatie van het beleggingsgedrag van de ingezetenen van het eurogebied. Voor zover zulke transacties worden verrekend via de MFI-sector in het eurogebied, lopen de netto externe activa van de MFI-sector en de deposito's van de ingezetenen van het eurogebied terug. In de eerste helft van 2004 werd ook een voortdurende expansie van de langerlopende financiële passiva van de MFI's (met uitzondering van kapitaal en reserves) opgetekend, wat strookte met de aanhoudende normalisatie van het beleggingsgedrag, aangezien geldmiddelen verschoven van liquide monetaire activa naar instrumenten met een langere looptijd. Deze ontwikkelingen van de netto externe activa en de langerlopende financiële passiva waren hoofdzakelijk een voortzetting van de tendensen tijdens de tweede helft van 2003. Reeds in de eerste helft van 2004 werd het temperende effect van die factoren op de M3-groei echter ten dele gecompenseerd door de krachtige groei van de kredietverlening door MFI's aan ingezetenen van het eurogebied in een omgeving die werd gekenmerkt door lage

Grafiek 7 Ontwikkeling M3 en tegenposten

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



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

rentetarieven en een verbeterd economisch klimaat.

In de tweede helft van 2004 maakte de voortdurend sterkere groei van de kredietverlening door MFI's aan de particuliere sector deze tegenpost tot de stuwende kracht achter de M3-dynamiek. Bovendien breidde de groei van de MFI-leningen aan de particuliere sector zich meer uit over de voornaamste niet-financiële sectoren. De opwaartse druk op de M3-dynamiek werd ook toegeschreven aan de kentering in de eerdere neerwaartse tendens van de twaalfmaands stroom van de netto externe activa, een ommekeer die voortvloeide uit de kapitaalimport die werd veroorzaakt door een hernieuwde belangstelling van niet-ingezetenen van het eurogebied voor aandelen en obligaties van het eurogebied alsook door de verwachting dat de wisselkoers van de euro nog in waarde zou stijgen. De gemiddelde bijdrage van de netto externe activa tot de jaarlijkse M3-groei nam toe van 1,1 procentpunt in het tweede kwartaal

van 2004 tot 2,2 procentpunten in het vierde kwartaal. Tegelijkertijd trok de groei van de langerlopende financiële passiva van de MFI's (met uitzondering van kapitaal en reserves) verder aan, wat wijst op een aanhoudende normalisatie van het beleggingsgedrag van de ingezetenen van het eurogebied ten gunste van niet-monetaire activa.

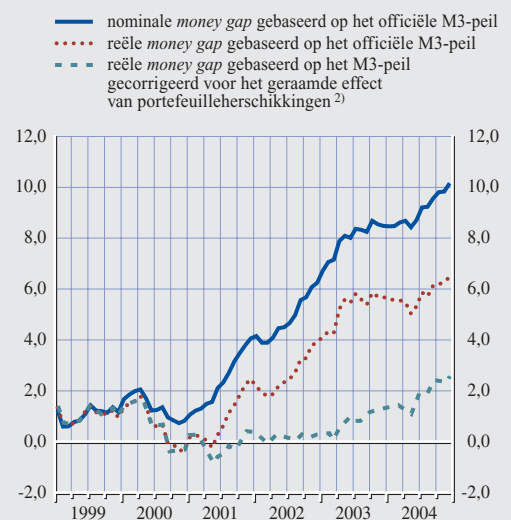
### LIQUIDITEIT BLEEF RUIM

De sterke dynamiek van M3 in de loop van 2004 impliceerde een verdere toename in de beschikbare maatstaven van overliquiditeit; deze geeft de in het eurogebied beschikbare liquiditeit weer die uitstijgt boven het bedrag dat vereist is om een niet-inflatoire groei te financieren (zie Grafiek 8). De eerste van die maatstaven is de nominale *money gap*, die wordt gemeten als het verschil tussen het werkelijke peil van M3 en het niveau van M3 dat zou zijn ontstaan bij een constante M3-groei ten belope van de referentiewaarde van 4½%, met december 1998 als basisperiode; de tweede maatstaf is de reële *money gap*, die de nominale *money gap* corrigeert voor de overliquiditeit die door eerdere prijsontwikkelingen werd tenietgedaan (dat is de cumulatieve afwijking van de inflatiecijfers ten opzichte van de ECB-definitie van prijsstabiliteit); de derde is een alternatieve maatstaf voor de reële *money gap*, die wordt samengesteld aan de hand van een voor portefeuilleherstellingen gecorrigeerde M3-raming.

Bij het beoordelen van die maatstaven van overliquiditeit moet worden erkend dat december 1998 een willekeurig gekozen basisperiode is. Het peil van de maatstaven moet derhalve omzichtig worden geïnterpreteerd. Bovendien is de voor portefeuilleherstellingen gecorrigeerde M3-raming, zoals reeds vermeld, omgeven door grote onzekerheid.<sup>2</sup> Die bedenkingen in acht genomen, zijn alle ramingen van de *money gap* in de tweede helft van 2004 verder gestegen, na in de eerste helft van het jaar tekenen van een afvlakking te hebben vertoond. Het grote verschil tussen de reële *money gap* die gebaseerd is op de officiële M3-reeks en de maatstaf die berust op het voor de geraamde invloed van portefeuilleherstellingen gecorri-

**Grafiek 8 Ramingen van de *money gap*<sup>1)</sup>**

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



Bron: ECB.

1) De nominale *money gap* wordt gemeten als het verschil tussen het werkelijke peil van M3 en het niveau dat M3 zou hebben bereikt bij een constante M3-groei ten belope van de referentiewaarde van 4½% met december 1998 als basisperiode. De reële *money gap* wordt gedefinieerd als het verschil tussen het werkelijke peil van M3, gedefleerd met de HICP, en het gedefleerde peil van M3 dat zou zijn ontstaan bij een constante nominale M3-groei ten belope van de referentiewaarde van 4½% en een HICP-inflatie die strookt met de ECB-definitie van prijsstabiliteit, met december 1998 als basisperiode.

2) De omvang van de portefeuilleherstellingen binnen M3 wordt geraamd aan de hand van de benadering die werd besproken in Paragraaf 4 van het artikel getiteld "Monetary analysis in real time" in het ECB Maandbericht van oktober 2004.

geerde M3-cijfer wijst erop dat een groot deel van de overliquiditeit eerdere portefeuilleherstellingen binnen M3 weerspiegelde. Grafiek 8 toont echter ook aan dat de gecorrigeerde maatstaf sinds medio 2003 aanzienlijk is gestegen, wat erop wijst dat de overliquiditeit in het eurogebied in steeds mindere mate de weerspiegeling was van alleen maar portefeuilleherstellingen.

Die niveaus van overliquiditeit wijzen op risico's voor de prijsstabiliteit op de middellange termijn. Indien een significant deel van die overliquiditeit wordt omgezet in transactiemid-

2 Voor nadere gegevens wordt verwezen naar Paragraaf 4 van het artikel getiteld "Monetary analysis in real time" in het ECB Maandbericht van oktober 2004.

delen, vooral in een periode waarin het vertrouwen en de economische activiteit verstevigen, zou dit kunnen bijdragen tot het ontstaan van inflatoire druk (zie Kader 2 getiteld “Hoe zou de overliquiditeit in het eurogebied kunnen wor-

den aangewend?”). Daarenboven zouden een ruime liquiditeit en een sterke groei van de kredietverlening aanleiding kunnen geven tot forse stijgingen van de activaprijzen, vooral op de woningmarkten.

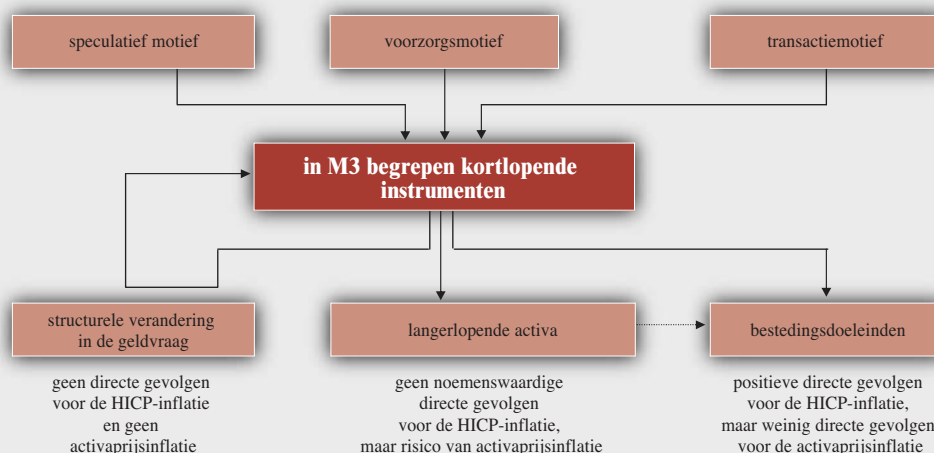
## Kader 2

### HOE ZOU DE OVERLIQUIDITEIT IN HET EUROGEBIED KUNNEN WORDEN AANGEWEND?

De stevige groei van M3 sinds medio 2001 heeft geleid tot een gestage toename van de maatstaven van overliquiditeit in het eurogebied, die recordhoogten hebben bereikt. Dit betekent dat er in 2004 in het eurogebied veel meer liquiditeit aanwezig was dan wat vereist was om een niet-inflatoire economische groei te financieren. Het peil van die maatstaven dient echter omzichtig te worden geïnterpreteerd.

Bij het bepalen van de wijze waarop de overliquiditeit kan worden aangewend, dient rekening te worden gehouden met de factoren die verantwoordelijk zijn voor het ontstaan ervan. Twee belangrijke factoren kunnen worden onderscheiden. Ten eerste leidde de langdurige periode van economische, financiële en internationale politieke onzekerheid tussen medio 2001 en medio 2003 tot een sterk toegenomen voorkeur tijdens die periode voor de in M3 begrepen veilige en liquide instrumenten. Ten tweede wakkerden het lage rentepeil over het gehele looptijdenspectrum en de daarmee gepaard gaande geringe opportuniteitskosten voor het aanhouden van liquide activa de geldvraag aan, vooral tijdens de meest recente periode. Op basis van die factoren kan de stevige vraag naar de in M3 opgenomen kortlopende instrumenten worden toegeschreven aan een combinatie van voornamelijk speculatieve en voorzorgsmotieven, veeleer dan aan transactiemotieven. Elk van die motieven zou op zijn beurt aanleiding kunnen geven tot verschillende manieren om de overliquiditeit in de toekomst aan te wenden en, dienovereenkomstig, tot verschillende risicograden voor de prijsstabiliteit (zie de grafiek).

### Schematische voorstelling van de wijze waarop overliquiditeit kan worden aangewend





Een van de mogelijke toepassingen van overliquiditeit is dat de economische subjecten hun liquide tegoeden beleggen in langerlopende activa, in aandelen of schuldbewijzen, of in vastgoed, ofwel direct ofwel indirect via beleggingsfondsen. Om de overliquiditeit als geheel terug te dringen, dienen hetzij de binnenlandse MFI-sector hetzij marktdeelnemers buiten het eurogebied als tegenpartij van die transacties te fungeren. Dit gebruik van de overliquiditeit zou geen directe gevolgen hebben voor de HICP-inflatie, maar de portefeuilleerschikkingen kunnen onder bepaalde omstandigheden de activaprijzen beïnvloeden, wat dan weer op een later tijdstip een indirecte weerslag op de inflatie zou kunnen hebben via vermogens-effecten.

Een tweede mogelijkheid is dat de overliquiditeit op een bepaald ogenblik zal worden omgezet in transactiemiddelen. Dit ligt het meest voor de hand in een periode waarin het vertrouwen in de economie verbetert. Voor zover die transactiemiddelen worden aangewend om de vraag naar binnenlandse goederen en diensten op te voeren, zou dit de huidige marges van overtollige capaciteit geleidelijk kunnen wegwerken. Indien de krachtige consumptiegroei lang genoeg aanhoudt, zou een verstrakking van de productiecapaciteit uiteindelijk risico's voor de prijsstabiliteit kunnen veroorzaken.

Ten slotte kan niet helemaal worden uitgesloten dat de huidige situatie van overliquiditeit in zekere mate een permanente verandering in het geldvraaggedrag van de economische subjecten weerspiegelt, met andere woorden een structureel grotere liquiditeitsvoorkeur en, derhalve, een toename van de gewenste omvang van de geldkassen. Zo'n permanente verandering kan bijvoorbeeld toe te schrijven zijn aan een structureel grotere risico-aversie van de huishoudens ten aanzien van financiële beleggingen, na de aanzienlijke verliezen die ze tussen 2000 en 2003 op de aandelenmarkten hadden geleden. Voor zover een dergelijke factor een rol speelt, zou de overliquiditeit in het eurogebied geringer zijn dan de huidige maatstaven aangeven en zou ze geen inflatoire gevolgen hebben.

In werkelijkheid resulteert de situatie wellicht uit een combinatie van die drie mogelijkheden. Op dit ogenblik is het moeilijk te bepalen of de liquiditeitsvoorkeur de afgelopen jaren al dan niet permanent is gestegen. Tegelijkertijd zou een aanhoudend sterke voorliefde voor de aankoop van vastgoed verband kunnen houden met de forse stijgingen van de vastgoedprijzen. Voorts zijn er enige aanwijzingen dat de economische subjecten hun beleggingsgedrag hebben aangepast door meer te beleggen in langerlopende financiële activa. Voor de toekomst kan niet worden uitgesloten dat een deel van de overliquiditeit zal worden gebruikt voor hogere nominale transacties, vooral in periodes van steviger vertrouwen in de economie, wat dan gepaard zal gaan met een hogere inflatie.

Hoewel een deel van de overliquiditeit het gevolg is van de grotere liquiditeitsvoorkeur van de huishoudens en de ondernemingen in het eurogebied, blijven de in 2004 bereikte hoge niveaus derhalve een algemene reden tot bezorgdheid voor de ECB en vragen ze om waakzaamheid. Teneinde zich een beeld te vormen van het relatieve empirische belang van de mogelijke scenario's voor de toepassing van overliquiditeit en derhalve van de risico's voor de prijsstabiliteit op de middellange termijn, zal de ECB nauwlettend de ontwikkelingen op alle fronten blijven volgen, in het bijzonder : a) de gegevens die wijzen op portefeuilleerschikkingen en het risico dat er zeepbellen in de activaprijzen ontstaan, b) de aanwijzingen van een hoger dan gebruikelijke consumptie en c) de tekens van enige structurele verandering in de geldvraag.

### GELDMARKTRENTRE BLEEF GROTENDEELS STABIEL

In 2004 besloot de Raad van Bestuur van de ECB de basisrentetarieven ongewijzigd te laten. Bijgevolg bleef de geldmarktrente in het zeer korte segment van de rendementscurve het hele jaar door grotendeels stabiel.

De geldmarktrente voor langere looptijden liep in het eerste kwartaal van 2004 aanzienlijk terug, waardoor de vanaf medio december 2003 opgetekende neerwaartse trend werd voortgezet (zie Grafiek 9). Tegen eind maart 2004 werd de helling van de geldmarktrendementscurve negatief in het licht van anticipaties op een verdere verlaging van de basisrentetarieven van de ECB. In feite bereikte de helling van die curve, zoals afgemeten aan het verschil tussen de twaalfmaands en de eenmaands EURIBOR, op 26 maart 2004 een dieptepunt van -7 basispunten.

Tussen april en juni 2004 nam de helling van de rendementscurve echter opnieuw meer normale verhoudingen aan, met aanzienlijke stijgingen

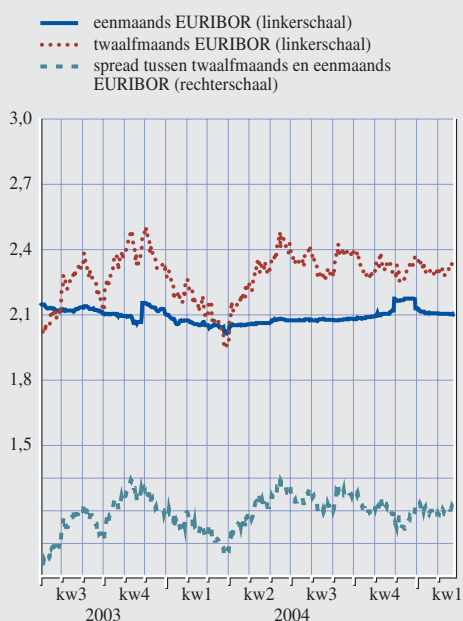
van de rentetarieven voor langere looptijden, terwijl in het zeer korte segment van de curve de rente grotendeels stabiel bleef. Nadien bleef de geldmarktrente voor de langere looptijden overwegend stabiel, met schommelingen binnen een zeer nauwe marge van ongeveer 10 basispunten. Omstreeks het einde van het jaar bedroegen de eenmaands en de twaalfmaands EURIBOR respectievelijk 2,12% en 2,35%, dicht bij de niveaus van eind 2003.

In de eerste twee maanden van 2005 bleven de EURIBOR-rentetarieven voor langere looptijden overwegend stabiel, aangezien de marktdeelnemers verwachtten dat de korte rente tijdens het grootste deel van 2005 stabiel zou blijven, en de looptijdenpremies bleven gematigd. Op 24 februari 2005 bedroegen de eenmaands en de twaalfmaands EURIBOR respectievelijk 2,10% en 2,34%.

De in 2004 opgetekende veranderingen in de korte geldmarktrente kwamen doorgaans tot

**Grafiek 9 Korte rente en helling van de geldmarktrendementscurve**

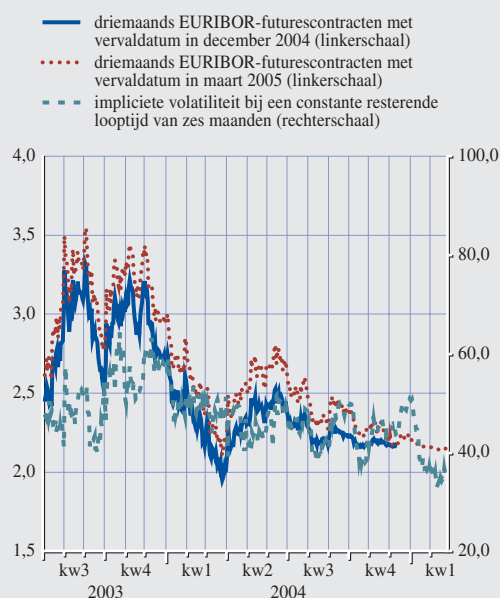
(procenten per jaar; procentpunten; daggegevens)



Bron: Reuters.

**Grafiek 10 Driemaands EURIBOR-futuresrente en impliciete volatiliteit afgeleid van opties op driemaands EURIBOR-futurescontracten**

(procenten per jaar; basispunten; daggegevens)



Bronnen: Bloomberg, Reuters en berekeningen van de ECB.

uiting in het verloop van de impliciete driemaands EURIBOR-futuresrente. De van opties op driemaands EURIBOR-futurescontracten afgeleide impliciete volatiliteit liep gedurende het hele jaar sterk terug, wat wees op een zeer geringe onzekerheid van de marktdeelnemers omtrent het verwachte toekomstige beloop van de korte rente (zie Grafiek 10).

#### AANZIENLIJKE DALING VAN DE RENDEMENTEN OP LANGLOPENDE OVERHEIDSOBLIGATIES IN 2004

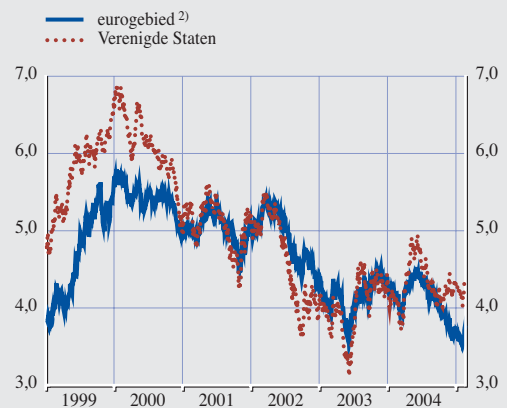
De rendementen op langlopende overheidsobligaties in het eurogebied zijn eind 2004 tot een – naar historische maatstaven – zeer laag peil gezakt. Terwijl de rendementen op tienjaars overheidsobligaties in het eurogebied tijdens de eerste helft van het jaar enigszins schommelden, maar al met al niet veel veranderden, volgden ze in de tweede helft van 2004 een aanhoudend neerwaartse tendens en kwamen ze tegen het jaareinde op 3,7% uit, ruimschoots onder het peil van eind 2003 (zie Grafiek 11).

Over het geheel genomen, weerspiegelden die bewegingen van de rendementen op langlopende overheidsobligaties in het eurogebied hoofdzakelijk de veranderende perceptie van de marktdeelnemers inzake de inflatoire druk en de economische vooruitzichten voor het eurogebied, een perceptie die dan weer nauw verband hield met de in de loop van het jaar veranderende mondiale macro-economische vooruitzichten. De verwachtingen van de marktdeelnemers met betrekking tot de gevolgen van de stijging van de olieprijs tijdens het jaar beïnvloedden sterk de visie op zowel de inflatoire druk als de economische activiteit. Die verwachtingen leken echter in de tijd te variëren, in samenhang met de bekendgemaakte macro-economische gegevens. Hoewel de marktdeelnemers zich in het voorjaar immers hoofdzakelijk zorgen bleken te maken over de inflatoire effecten van de scherpe stijging van de olieprijs, leek de bezorgdheid later op het jaar te verschuiven naar de gevolgen van de hoge olieprijs voor de economische activiteit.

In het eerste kwartaal van het jaar lieten de rendementen op langlopende obligaties in het euro-

#### Grafiek 11 Rendementen op langlopende overheidsobligaties<sup>1)</sup>

(procenten per jaar; daggegevens)



Bronnen: Reuters, Bloomberg en Thomson Financial Datastream.

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

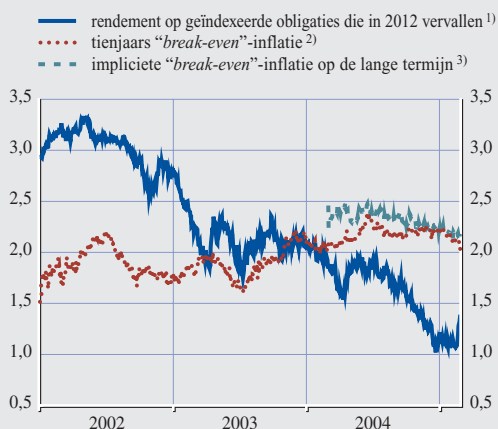
2) Vanaf 1 januari 2001 omvatten de gegevens ook Griekenland.

gebied een daling optekenen als gevolg van bewegingen op de Amerikaanse markt, in het licht van de toenemende bezorgdheid over de kracht van het economische herstel in de Verenigde Staten. Ondanks de geleidelijke versteviging van de economische activiteit in het eurogebied, liepen de rendementen op langlopende geïndexeerde obligaties er in het eerste kwartaal van het jaar eveneens terug, in overeenstemming met vergelijkbare Amerikaanse rendementen, wat aangaf dat de verwachtingen van de marktdeelnemers ten aanzien van de toekomstige economische activiteit in de wereld grotendeels leken te zijn beïnvloed door de bezorgdheid over de duurzaamheid van het economische herstel in de Verenigde Staten.

De daling van de rendementen op langlopende obligaties in het eurogebied tijdens de eerste drie maanden van het jaar sloeg vanaf begin april snel om. De daaropvolgende stijging van de rendementen op langlopende overheidsobligaties leek te worden beïnvloed door twee hoofdfactoren. Ten eerste gaven de marktdeelnemers blijk van een toenemend vertrouwen in een voortgaand herstel in het eurogebied, dat toen ook werd ondersteund door betere vooruit-

## Grafiek 12 Reëel obligatierendement op de lange termijn en “break-even”-inflatie in het eurogebied

(procenten per jaar; daggegevens)



Bronnen: Reuters, de Franse Thesaurie en berekeningen van de ECB.

1) Afgeleid van de aan de HICP van het eurogebied (m.u.v. tabaksprijzen) geïndexeerde Franse schatkistobligaties die in 2012 vervallen.

2) Voor nadere gegevens over de berekeningsmethode wordt verwezen naar Kader 2 van het ECB Maandbericht van februari 2002.

3) Berekend aan de hand van geïndexeerde obligaties in het eurogebied die in 2008 en 2014 vervallen, sedert de uitgifte van de laatstgenoemde.

zichten voor de wereldeconomie. Ten tweede maakten de marktdeelnemers zich steeds meer zorgen over de potentiële inflatoire invloed van de stijging van de olieprijs tegen de achtergrond van het aanhoudende mondiale economische herstel. In het voorjaar namen de rendementen op langlopende obligaties en de “break-even”-inflatie inderdaad toe tegen de achtergrond van een hernieuwde bezorgdheid van de beleggers over de inflatie (zie Grafiek 12). Die ongerustheid was echter veel minder groot in het eurogebied dan in de Verenigde Staten, waar de obligatierendementen en de “break-even”-inflatie scherper stegen.

Tussen april en juni 2004 leken de inflatieverwachtingen van de marktdeelnemers in het eurogebied het sterkst toe te nemen over kortere periodes, terwijl de inflatieverwachtingen voor de langere termijn, zoals afgemeten aan de impliciete termijn-“break-even”-inflatie, enigszins stabiel leken, hoewel deze op een relatief hoog peil bleven.<sup>3</sup> Wellicht weerspiegelde de stijging

van de “break-even”-inflatie in het eurogebied in zekere mate de hogere inflatierisicopremie die de beleggers eisten in het licht van de onzekerheid omtrent de gevolgen van de olieprijsontwikkelingen. Additionele informatie uit enquêtemetingen van de inflatieverwachtingen in het eurogebied, die niet wees op een toename van de puntschattingen voor de inflatieverwachtingen op de lange termijn, strookte met die interpretatie.

De olieprijsontwikkelingen bleven in de tweede helft van het jaar een belangrijke invloed uitoefenen op de obligatierendementen. De markten bleken zich in deze periode echter ook steeds meer zorgen te maken over de gevolgen van de olieprijs voor de economische activiteit in het eurogebied en voor de wereldeconomie. Dit kwam tot uiting in de vanaf medio juni opgetekende geleidelijke daling van de nominale en geïndexeerde rendementen op langlopende obligaties, wat erop wees dat de markten een lichte vertraging van het economische groeitempo in het eurogebied verwachtten. Een verdere depreciatie van de Amerikaanse dollar ten opzichte van de euro, in het bijzonder tijdens het laatste kwartaal van 2004, leek eveneens bij te dragen tot de matiging van de perceptie van de marktdeelnemers inzake de groeivoorzichten op korte termijn van het eurogebied. De daling van de nominale en geïndexeerde rendementen op langlopende obligaties in het eurogebied was tevens een afspiegeling van neerwaartse herzieningen van de marktverwachtingen ten aanzien van het tempo van de monetaire-beleidsverkrapping op de korte tot de middellange termijn.

Als gevolg van die ontwikkelingen liepen de nominale rendementen op langlopende obligaties in het eurogebied gedurende 2004 sterk terug, namelijk met ongeveer 60 basispunten,

3) Uit Grafiek 12 blijkt dat, in het voorjaar van 2004, de stijging van de contante “break-even”-inflatie voor 2012, die onder meer de gemiddelde inflatieverwachtingen van 2004 tot 2012 weerspiegelt, krachtiger was dan die van de impliciete “break-even”-inflatie op lange termijn, die de gemiddelde inflatieverwachtingen van 2008 tot 2014 weergeeft. Dit wijst op een sterkere toename van de inflatieverwachtingen op kortere termijn.

zodat ze aan het einde van het jaar 3,7% bedroegen, niet ver van hun historische dieptepunt. Het renteverskil ten opzichte van de Verenigde Staten bleef het grootste deel van het jaar overwegend stabiel en weerspiegelde min of meer gelijktijdige veranderingen in de macro-economische vooruitzichten in beide economieën. De bewegingen van de rendementen op langlopende obligaties begonnen tegen eind 2004 echter enigszins uiteen te lopen, toen het ecart tussen het rendement op tienjaars overheidsobligaties van de Verenigde Staten en dat van het eurogebied iets toenam en bijna 60 basispunten bereikte.

De “*break-even*”-inflatie nam in de tweede helft van 2004 eveneens licht af. Niettemin bevonden de lange-termijn “*break-even*”-inflatiecijfers in het eurogebied zich aan het einde van het jaar nog steeds boven hun sedert eind 2001 opgetekende gemiddelde waarden; eind 2001 werden

voor het eerst aan de inflatie gekoppelde obligaties uitgegeven die geïndexeerd waren aan de HICP van het eurogebied (met uitzondering van tabak). De tienjaars “*break-even*”-inflatie sloot het jaar af op ongeveer 2,2%, een stijging met meer dan 10 basispunten ten opzichte van december 2003.

Opvallend in 2004 ook was de verdere daling van de impliciete volatiliteit op de obligatiemarkt, een maatstaf die aanwijzingen verschaft betreffende de marktinzichten over de marges waarbinnen de obligatierendementen in de nabije toekomst zouden schommelen. De daaropvolgende bewegingen van de gerealiseerde volatiliteit bevestigden inderdaad die marktverwachtingen van een geringere volatiliteit op de obligatiemarkt (zie Kader 3 getiteld “Gemeenschappelijke trends in de impliciete volatiliteit op de financiële markten”).

### Kader 3

#### GEMEENSCHAPPELIJKE TRENDS IN DE IMPLICIETE VOLATILITEIT OP DE FINANCIËLE MARKTEN

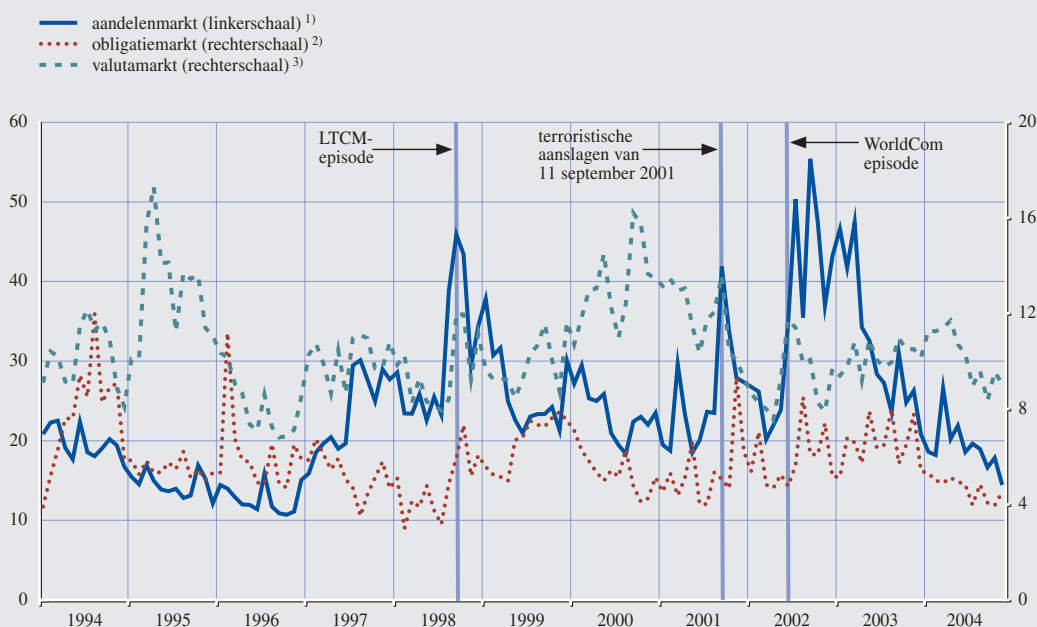
Het jaar 2004 werd gekenmerkt door een sterke algemene daling van de impliciete volatiliteit in de verschillende financiële-marktsegmenten van het eurogebied en van andere geavanceerde economieën. De impliciete volatiliteit – die wordt afgeleid uit de optiekoersen – wordt doorgaans geïnterpreteerd als een maatstaf van de onzekerheid van de marktdeelnemers omtrent de ontwikkelingen in de nabije toekomst op de verschillende financiële markten. In 2004 heerste er enige bezorgdheid over het feit dat het relatief lage peil van de impliciete volatiliteit misschien niet volledig gerechtvaardigd was omdat het werd gedrukt door andere factoren dan de verwachtingen van de marktdeelnemers ten aanzien van de toekomstige gerealiseerde volatiliteit. Zo’n potentiële “misschatting” van de volatiliteit zou, onder meer, een risico kunnen vormen voor de financiële stabiliteit. Indien de financiële instellingen bijvoorbeeld op de lagere volatiliteit reageren door hun risicoprofiel dienovereenkomstig te verhogen, zouden ze grote verliezen kunnen lijden in geval van een opwaartse correctie van de volatiliteit. Volgens empirische gegevens kwam een dergelijke misschatting niet aan het licht en werd de daling van de impliciete volatiliteit op de verschillende financiële markten passend gevolgd door een lagere gerealiseerde volatiliteit.<sup>1</sup> Deze laatste kan op haar beurt worden verklaard door, bijvoorbeeld, een aanhoudend proces van normalisatie, vooral op de mondiale aandelenmarkten, na verschillende jaren van uitzonderlijk turbulente ontwikkelingen.

In Grafiek A wordt de impliciete volatiliteit weergegeven van (i) de Duitse DAX-index, zoals afgemeten aan de VDAX-volatiliteitsindex, (ii) de langlopende overheidsobligaties, op basis van

<sup>1</sup> Zie de kaders getiteld “Recent trends in implied stock market volatility” en “Recent trends in implied bond market volatility” in de ECB Maandberichten van respectievelijk november en december 2004.

## Grafiek A Impliciete volatiliteit van de financiële markten in het eurogebied

(procenten per jaar; maandgegevens)



Bronnen: Bloomberg en berekeningen van de ECB.

1) Index van de volatiliteit voor de Duitse DAX-index, die de impliciete volatiliteit meet voor de volgende 45 kalenderdagen.

2) Impliciete volatiliteit voor opties op Bund-futurescontracten, 22 handelsdagen vóór de vervaldag.

3) Impliciete volatiliteit voor optiecontracten op de USD/EUR-wisselkoers, ongeveer een maand vóór de vervaldag.

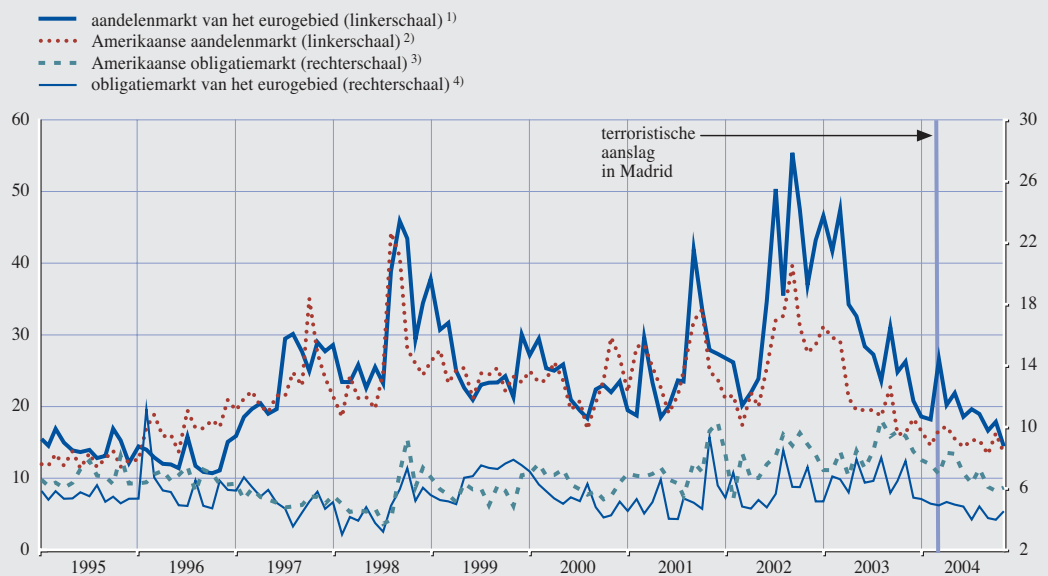
opties op Bund-futures met een resterende looptijd van 22 handelsdagen, en (iii) de wisselkoers van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar, zoals afgeleid uit valutaopties met een looptijd van ongeveer een maand. Aangezien alle desbetreffende opties van dezelfde dag dateren en ruwweg een zelfde resterende looptijd hebben, meten de in de grafiek weergegeven impliciete-volatiliteitsreeksen de onzekerheid van de marktdeelnemers in elk van de drie marktsegmenten over een vergelijkbare korte periode.

In het verleden bleek er vrij weinig samenhang te zijn tussen het beloop van de op korte termijn verwachte volatiliteit in de verschillende marktsegmenten, behalve in incidentele periodes van onrust op de markten, die waarschijnlijk veeleer werden veroorzaakt door gemeenschappelijke dan door marktspecifieke schokken. Meer recentelijk was de daling van de volatiliteit tijdens de eerste drie kwartalen van 2004 op alle markten vrij goed vergelijkbaar. Bij gebrek aan indicaties van een verkeerd ingeschatte volatiliteit zou dit kunnen wijzen op een wijdverbreid en geleidelijk toenemend vertrouwen van de financiële-marktpartijen in een voor de nabije toekomst rustiger marktklimaat. Tijdens de laatste maanden van 2004 kwam de forse daling van de impliciete volatiliteit van de USD/EUR-wisselkoers echter tot stilstand vanwege een nieuwe versnelling van de depreciatie van de Amerikaanse dollar.

De hedendaagse kapitaalmarkten zijn sterk geïntegreerd en er mag worden aangenomen dat de internationale verbanden tussen de volatiliteit binnen elk marktsegment aanzienlijk zijn. In de onderstaande Grafiek B wordt de impliciete volatiliteit van de aandelenmarkten in zowel de Verenigde Staten als het eurogebied weergegeven, zoals afgemeten aan respectievelijk de VIX- en

## Grafiek B Impliciete volatiliteit van de obligatie- en de aandelenmarkt in het eurogebied en de Verenigde Staten

(procenten per jaar; maandgegevens)



Bronnen: Bloomberg en berekeningen van de ECB.

- 1) Index van de volatiliteit voor de Duitse DAX-index, die de impliciete volatiliteit meet voor de volgende 45 kalenderdagen.
- 2) Index van de volatiliteit voor de S&P 500-index, die de impliciete volatiliteit meet voor de volgende 30 kalenderdagen.
- 3) Impliciete volatiliteit voor opties op futurescontracten in Amerikaans schatkistpapier, 22 handelsdagen vóór de vervaldag.
- 4) Impliciete volatiliteit voor opties op Bund-futurescontracten, 22 handelsdagen vóór de vervaldag.

de VDAX-index, alsook de impliciete volatiliteit van de overeenstemmende markten voor langlopende obligaties, zoals afgeleid uit opties op respectievelijk futures op Amerikaans schatkistpapier en Bund-futures.

Uit de grafiek blijkt duidelijk dat er een grote samenhang is tussen de impliciete volatiliteit van beide categorieën activa in de Verenigde Staten en in het eurogebied. Bovendien lijken de internationale verbanden wat hechter te zijn voor de aandelenmarkten dan voor de markten voor langlopende overheidsobligaties. Toch kunnen landen- en marktspecifieke factoren een dominante rol spelen. De terroristische aanslag van 11 maart 2004 in Madrid, bijvoorbeeld, had in het eurogebied een grotere – zij het tijdelijke – invloed op de verwachte volatiliteit van de aandelenmarkt dan in de Verenigde Staten. De grafiek verschaft tevens extra aanwijzingen dat de algemene daling van de impliciete volatiliteit de afgelopen jaren niet beperkt is gebleven tot het eurogebied.

Al met al vertonen bepaalde categorieën financiële activa vrij hechte verbanden tussen de geografische gebieden, in het bijzonder voor de aandelenmarkten. Hoewel er geen algemene tendens is waarbij de impliciete volatiliteit in de verschillende marktsegmenten parallel verloopt in normale omstandigheden, lijkt er een sterker verband te bestaan in onrustige tijden. De recente convergentie van de impliciete volatiliteit in de drie categorieën activa is opmerkelijk, aangezien ze geen verband houdt met enige financiële beroering en derhalve de algemene verwachting van de marktdeelnemers schraagt dat het klimaat op de financiële markt in de nabije toekomst rustiger zou zijn dan begin 2004.

Begin 2005 zijn op de mondiale markten de rendementen op langlopende obligaties eerst verder teruggelopen, alvorens omstreeks midden februari 2005 krachtig op te veren. Als gevolg daarvan kwamen de rendementen op tienjaars overheidsobligaties, zowel in het eurogebied als in de Verenigde Staten, op 24 februari dicht in de buurt van hun peil van eind 2004.

### AANDELENMARKTEN VAN HET EUROGEBIED BLEVEN IN 2004 STEVIGE WINSTEN BOEKEN

In 2004 bleven de aandelenkoersen in het eurogebied de sedert begin 2003 ingezette opwaartse trend volgen (zie Grafiek 13). De Dow Jones EURO STOXX-index sloot het jaar af met een winst van ongeveer 10% ten opzichte van het vorige jaareinde, een iets grotere stijging dan die van de Standard & Poor's 500-index en de Nikkei 225.

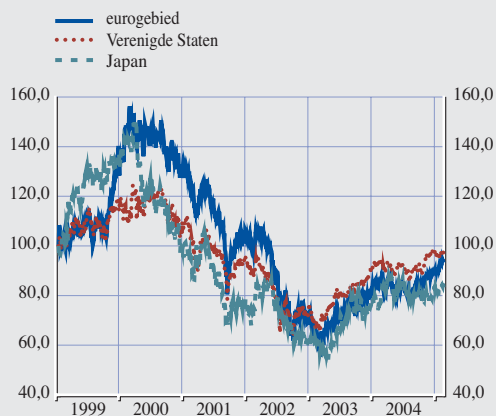
Die algemene stijgingen van de aandelenkoersen in het eurogebied hadden blijkbaar met verschillende factoren te maken, in het bijzonder met de dalingen van de lange rente en met de stevige groei van de werkelijke winsten en de dividenduitkeringen (zie Grafiek 14).

Een aanzienlijke daling van de volatiliteit op de aandelenmarkt, die wees op een verminderde onzekerheid bij de marktdeelnemers omtrent de vooruitzichten voor de aandelenmarkt, leek eveneens positief bij te dragen tot de koerswinsten van aandelen gedurende het jaar (zie ook Kader 3). Potentieel negatieve factoren zoals de iets minder optimistische vooruitzichten voor de mondiale groei als gevolg van de olieprijsstijgingen en – vooral tegen het einde van 2004 – de wisselkoersontwikkelingen, leken op de aandelenkoersen slechts een temperend effect te sorteren.

Een uitsplitsing naar sector geeft aan dat de stijging van de aandelenkoersen in het eurogebied in 2004 voor alle bedrijfstakken gold, waarbij slechts één van de tien economische sectoren (technologie) van de Dow Jones EURO STOXX-index eind 2004 lagere aandelenkoersen liet optekenen dan een jaar eerder. De sterkste winsten deden zich voor in de sector gezondheidszorg en in de nutssector, terwijl ook de telecommunicatiesector zich in 2004 herstelde. Ook de energiesector deed het beter dan de totale index, ondersteund door het feit dat de

**Grafiek 13 Belangrijkste aandelenkoersindices <sup>1)</sup>**

(index: 1 januari 1999 = 100; daggegevens)

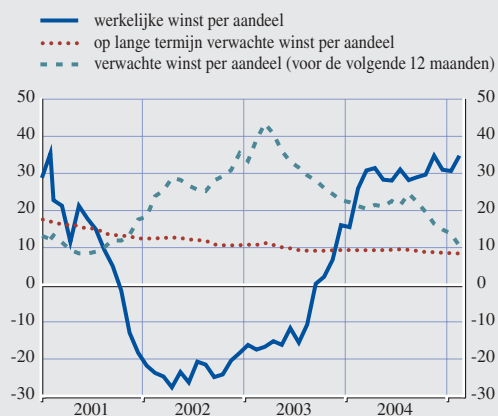


Bronnen: Reuters, Thomson Financial Datastream en berekeningen van de ECB.

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

**Grafiek 14 Groei van de werkelijke en verwachte bedrijfswinsten**

(mutaties in procenten per jaar; maandgegevens)



Bron: Thomson Financial Datastream (winstramingen van analisten uit het Institutional Brokers Estimate System, IBES).



baten positief gerelateerd zijn aan het olieprijsverloop. Deze factor droeg ook bij tot het resultaat van de nutsbedrijven aangezien, in periodes van hoge olieprijsen, vraagverschuivingen naar alternatieve energiebronnen zoals aardgas gebruikelijk zijn. De sector consumptiegoederen daarentegen was in 2004 zwakker dan de totale index, zowel voor conjunctuurgevoelige als voor niet-conjunctuurgevoelige goederen en diensten. Daaruit kan de bezorgdheid van de beleggers blijken over de stevigheid van de binnenlandse vraag, en in het bijzonder van de particuliere consumptie, in het eurogebied.

De opwaartse trend van de internationale aandelenkoersen hield in de eerste twee maanden van 2005 aan. De Dow Jones EURO STOXX-index won tussen eind 2004 en 24 februari meer dan 3%, terwijl ook de Standard & Poor's 500-index en de Nikkei 225 tijdens dezelfde periode licht stegen. Deze koerswinsten leken vooral te worden ondersteund door verdere forse verbeteringen van de winstgevendheid van de bedrijven.

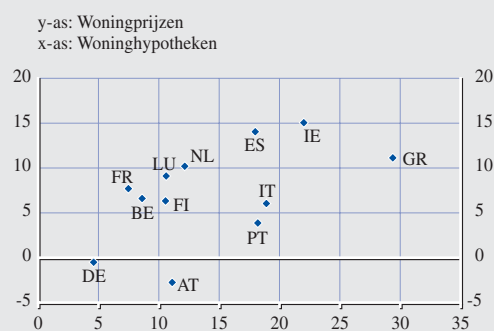
#### STEVIJGE VRAAG NAAR FINANCIERING VAN HUISHOUDENS

In 2004 was er een krachtige vraag van de huishoudens naar financiering, zoals blijkt uit het feit dat de gemiddelde jaarlijkse groei van de MFI-leningen aan huishoudens toenam tot 7,8%. De dynamiek in de kredietverlening aan huishoudens bleef in 2004 de sinds het eerste kwartaal van 2002 vastgestelde opwaartse trend volgen en hield hoofdzakelijk verband met de krachtige groei van langlopende leningen. Tijdens de eerste drie kwartalen van 2004 lag de jaarlijkse groei van de totale kredietverlening aan huishoudens boven die van de kredietverlening door MFI's, wat wijst op een aanhoudend hoog groeitempo van de leningen door overige financiële intermediairs (OFI's) in het kader van de securitisatie van woninghypotheken in een aantal landen.

De langlopende MFI-leningen aan huishoudens bestonden hoofdzakelijk uit leningen voor woningaankopen. De sterke dynamiek van deze component werd geschaagd door de forse stij-

#### Grafiek 15 Dynamiek van de woningmarkt en leningen in de landen van het eurogebied

(gemiddelde jaarlijkse groei tussen 1998 en 2003; in procenten)



Bron: Berekeningen van de ECB gebaseerd op MFI-gegevens voor leningen en de meest recente nationale gegevens voor woningprijzen.

gingen van de woningprijzen in verschillende landen van het eurogebied, die in de eerste helft van 2004 bleven toenemen met meer dan 7% op jaarbasis voor het eurogebied als geheel. Uit de beschikbare gegevens blijkt dat de groei van de kredietverlening aan huishoudens voor woningaankopen in de meeste landen met gematigde ontwikkelingen van de woningprijzen lusteloos bleef, terwijl die groei stevig was in landen waar die prijzen snel toenamen (zie Grafiek 15). In een aantal landen van het eurogebied hebben de ontwikkelingen van de woningprijzen en de huisvestingskredieten mogelijk ook de consumptie ondersteund. De stijging van de woningprijzen creëerde grotere financieringsbehoeften, maar kan ook de toegang van de huishoudens tot krediet hebben verbeterd door het bedrag van hun beschikbaar onderpand te verhogen. Tegelijkertijd kan de krachtige groei van de woninghypotheken zelf een bron van woningprijsstijgingen zijn geworden.

Een factor die de forse groei van de woninghypotheken schraagde, waren de geringe financieringskosten voor hypotheekleningen, die in 2004 verder terugliepen ten opzichte van het reeds lage peil van de voorgaande jaren. Dit verhoogde de betaalbaarheid van woningaankopen. De MFI-rentetarieven op nieuwe woninghypotheken met een vaste aanvangsrente voor meer dan vijf en minder dan tien jaar daalde in

de loop van het jaar met 52 basispunten tot 4,49% in december 2004 (zie Grafiek 16), analoog aan het verloop van de vergelijkbare marktrente voor overheidsobligaties op middellange termijn. Blijkbaar verbeterde in 2004 ook de algemene beschikbaarheid van financiering voor huishoudens. Uit de resultaten van de enquête van het Eurosysteem naar kredietverlening door banken blijkt immers dat deze in de laatste drie kwartalen van 2004 de acceptatiecriteria voor woninghypotheken enigszins hebben versoepeld.

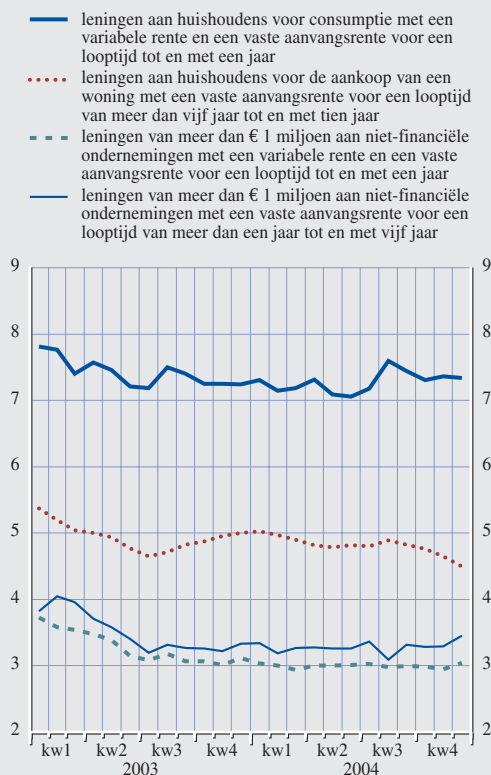
Ook de jaarlijkse groei van de consumptieve kredietverlening verstevigde in 2004, zij het vanaf een matiger peil en met enige vertraging ten opzichte van de ontwikkelingen van de leningen voor woningaankopen. Die versteviging zou kunnen voortvloeien uit de geleidelijke verbetering van de indicator van de Europese Commissie inzake het consumentenvertrouwen, in een omgeving met relatief lage rentetarieven op leningen aan huishoudens voor consumptiedoeleinden. Uit de resultaten van de enquête van het Eurosysteem naar kredietverlening door banken blijkt tevens dat de beschikbaarheid van zowel consumptief krediet als andere vormen van kredietverlening verbeterde naarmate de kredietvoorwaarden in de loop van 2004 versoepelden.

### TOENEMENDE SCHULD VAN DE HUISHOUDENS

De toegenomen kredietopname door huishoudens resulteerde in een verder oplopende schuldquote van de huishoudens (zie Grafiek 17). De stijging van de schuldquote is deels het gevolg van de overgang, na de invoering van de euro, naar een omgeving van prijsstabiliteit en lagere rentetarieven in verschillende landen van het eurogebied. De schuldbetalingsverplichtingen (de verhouding van de aflossingen van rente en hoofdsom tot het beschikbare inkomen) bleven immers vrij gering door de lage rentestand. De schuldquote van de huishoudens in het eurogebied bleef ook laag ten opzichte van bijvoorbeeld het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten. Niettemin is de genoemde stijging van de schuld niet zonder gevaar, aangezien deze de huishoudens sterker blootstelt

**Grafiek 16 Door MFI's gehanteerde rentetarieven voor leningen aan huishoudens en niet-financiële ondernemingen**

(procenten per jaar; rente op nieuwe contracten; m.u.v. rekening-courantkrediet; gewogen <sup>1)</sup>)



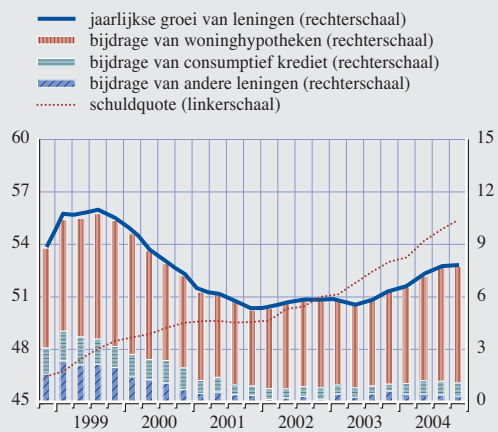
Bron: ECB.

1) Voor de periode vanaf december 2003 worden de gewogen MFI-rentetarieven berekend aan de hand van landengewichten samengesteld uit een twaalfmaands voortschrijdend gemiddelde van de bedragen van de nieuwe contracten. Voor de voorgaande periode, van januari tot november 2003, worden de gewogen MFI-rentetarieven berekend aan de hand van landengewichten samengesteld uit het gemiddelde van de bedragen van de nieuwe contracten in 2003. Voor nadere informatie wordt verwezen naar het kader getiteld "Analysing MFI interest rates at the euro area level" in het ECB Maandbericht van augustus 2004.

aan veranderingen in de rente, het inkomen en de activaprijzen. Het risico van een hogere gevoeligheid geldt bijvoorbeeld voor huishoudens die wegens het historisch lage rentepeil hypotheken financierden tegen variabele rentetarieven met aanvankelijk lage rentelasten. Ramingen van die gevoeligheid zijn omgeven door grote onzekerheid omdat bijvoorbeeld het aandeel van de bestaande hypotheekschuld dat onderhevig is aan veranderingen in de geldende rentevoorwaarden, afhankelijk is van de kenmerken van de onderliggende hypotheekcon-

### Grafiek 17 Schuldquote en groei van de leningen aan huishoudens

(schuldquote en jaarlijkse groei in procenten; bijdrage tot de jaarlijkse groei in procentpunten)



Bron: ECB.

Toelichting: De schuld in procenten bbp is iets lager op basis van de financiële rekeningen op kwartaalbasis dan op grond van de financiële rekeningen op jaarbasis, in hoofdzaak omdat de leningen door niet-financiële sectoren en banken buiten het eurogebied niet inbegrepen zijn.

tracten. Deze kenmerken houden verband met de structuur van de nationale hypotheekmarkt, culturele gewoonten en historische factoren, alsook met regelgeving en belastingtechnische aangelegenheden, die in het eurogebied stuk voor stuk sterk verschillend zijn.<sup>4</sup>

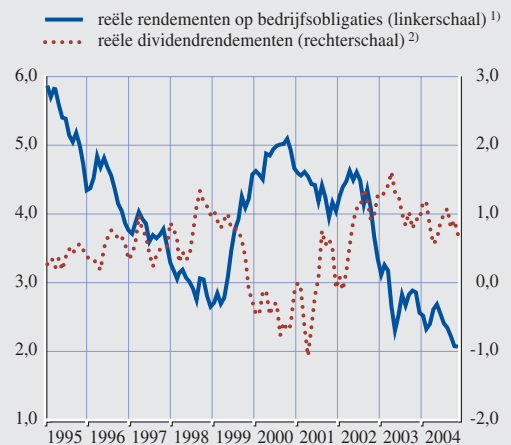
### LAGE KOSTEN VAN EXTERNE FINANCIERING VOOR NIET-FINANCIËLE ONDERNEMINGEN

Het schuldfinancieringsklimaat voor niet-financiële ondernemingen in het eurogebied bleef gedurende heel 2004 zeer gunstig, zoals bleek uit de marktrente voor bedrijfsobligaties en uit de bancaire rente. De bedrijven trokken profijt van de lage kosten van schuldfinanciering en van een doorgaans onbelemmerde toegang tot de financieringsbronnen.

Wat de financiering in de vorm van effecten betreft, waren de rendementen op door niet-financiële ondernemingen uitgegeven obligaties historisch laag, zowel in nominale als in reële termen (zie Grafiek 18). Tegelijkertijd liepen de reële dividendrendementen (die kunnen worden beschouwd als een indicator van de

### Grafiek 18 Indicatoren van de marktconforme financieringskosten van niet-financiële ondernemingen

(procenten per jaar)



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

1) De obligatierendementen van de niet-financiële ondernemingen berusten op een index van Merrill Lynch met betrekking tot niet-financiële ondernemingen met een *investment grade* alsook op een "hoog rendement"-index. Vóór april 1998 zijn enkel nationale gegevens beschikbaar (België, Frankrijk, Duitsland, Italië, Nederland en Spanje). De rendementen worden samengevoegd aan de hand van bbp-gewichten die overeenstemmen met de koopkrachtpariteit in 2001. De nominale rendementen worden gedeïfleerd met de door (Consensus Economics Forecast gepubliceerde) inflatieverwachtingen voor een periode gelijk aan de gemiddelde looptijd van de bedrijfsobligaties.

2) Dividendrendementen worden gedefinieerd als de door de marktdeelnemers verwachte jaarlijkse dividenden en uitgedrukt als een percentage van de koers van het aandeel. De nominale rendementen worden gedeïfleerd met de HICP.

reële kosten van aandelenfinanciering) terug ten opzichte van het hoogtepunt in 2003, hoewel ze iets hoger bleven dan hun sedert het midden van de jaren negentig opgetekende gemiddelde.

De lage kosten van de financiering door obligaties zijn grotendeels een gevolg van het historisch lage rentepeil over het looptijdenspectrum, alsook een weerspiegeling van de door de beleggers gevoelde positieve vooruitzichten voor de bedrijfskredietrisico's in het eurogebied. De ecarts tussen bedrijfs- en overheidsobligaties, in het bijzonder voor obligaties met een AA- en BBB-rating, namen in 2004 verder af ten

<sup>4</sup> Voor nadere gegevens wordt verwezen naar het kader getiteld "Features of mortgage contracts in the euro area" in het ECB Maandbericht van november 2004.

opzichte van reeds lage niveaus. De verkleining van de ecarts kan worden verklaard door fundamentele factoren zoals de sterke inkringing van de volatiliteit op de financiële markten (zie Kader 3 getiteld “Gemeenschappelijke trends in de impliciete volatiliteit op de financiële markten”) en een verbeterde winstgevendheid van de bedrijven. Tegelijkertijd mag, gelet op de lage rentetarieven, niet worden uitgesloten dat het uitgesproken “streven naar rendement” van de beleggers een rol bleef spelen in de daling van het rendement op bedrijfsobligaties.

Met betrekking tot de financieringskosten van MFI-leningen, die voor de niet-financiële ondernemingen de belangrijkste vorm van schuldfinanciering zijn, blijkt dat de door MFI's toegepaste rentetarieven in 2004 overwegend stabiel bleven (zie Grafiek 16), na de dalingen in 2002 en 2003, en over het geheel beschouwd zeer laag waren.

De bedrijven kregen in 2004 misschien ook vlotter toegang tot bankkrediet. De resultaten van de door het Eurosysteem gehouden enquête naar kredietverlening door banken wijzen op een geleidelijke afname, tijdens de eerste helft van 2004, van de nettoaanscherping van de acceptatiecriteria voor leningen aan bedrijven, die in de tweede helft van het jaar een duidelijke versoepeling werd. Tegelijkertijd liepen de financieringskosten enigszins uiteen voor grote ondernemingen, enerzijds, en kleine en middelgrote ondernemingen, anderzijds (zie Kader 4 getiteld “Waren de financieringsvoorwaarden in 2004 minder gunstig voor de kleine en middelgrote ondernemingen dan voor de grote ondernemingen van het eurogebied?”).

#### Kader 4

##### **WAREN DE FINANCIERINGSVOORWAARDEN IN 2004 MINDER GUNSTIG VOOR DE KLEINE EN MIDDELGROTE ONDERNEMINGEN DAN VOOR DE GROTE ONDERNEMINGEN VAN HET EUROGEBIED?**

Voor kleine en middelgrote ondernemingen (kmo's) gelden op het vlak van financieringskosten en toegang tot externe financiering doorgaans strengere beperkingen dan voor grote ondernemingen. In tegenstelling tot grotere bedrijven zijn kmo's gewoonlijk niet in staat zich te financieren op de kapitaalmarkt en zij moeten derhalve hoofdzakelijk een beroep doen op bankkrediet of duurdere vormen van externe financiering (bv. handelskrediet, leasing en factoring, enz.). Daarnaast zou van kleinere bedrijven gemiddeld worden verwacht dat ze meer te kampen hebben met problemen ten gevolge van een gebrek aan informatie van potentiële crediteuren wanneer ze geldmiddelen trachten te verkrijgen, aangezien ze vaak jonger zijn en aan minder strikte rapportageverplichtingen moeten voldoen (ze verstrekken met andere woorden minder gedetailleerde jaarrekeningen, enz.). Bovendien beschikken kmo's doorgaans over minder onderpand (bv. vaste activa), wat de problemen inzake ontoereikende informatie zou kunnen matigen, dan meer gevestigde grotere bedrijven. Bijgevolg zouden banken voor leningen aan kleinere en jongere bedrijven vaak strakkere acceptatiecriteria kunnen hanteren omdat ze meestal minder informatie hebben over die bedrijven.

Voorts moeten kmo's dikwijls hogere financieringskosten (bv. inzake bancaire rentetarieven) dragen dan grotere ondernemingen. De relatief hogere rentetarieven voor kleine leningen zijn toe te schrijven aan een aantal factoren. Zo kunnen er vaste financieringskosten voorkomen die niet in verhouding staan tot de omvang van de lening. Kleine ondernemingen kunnen ook risikanter zijn dan grotere en meer gevestigde (hoewel de diversificatie-effecten voor banken zelfs

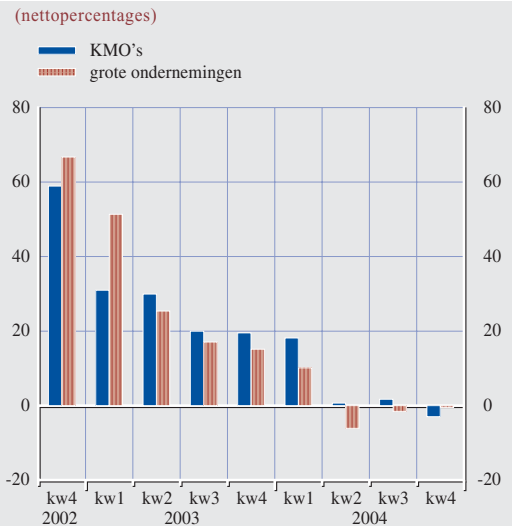
hoger kunnen uitvallen voor leningen aan kmo's). Bovendien is er mogelijkwerwijs een gebrek aan concurrentie tussen kredietverschaffers van kmo's; deze kredietgevers zouden aldus beter vat kunnen krijgen op hun kleine kredietnemers en daarbij de bankoverschakelingskosten voor deze laatste doen toenemen. Daarenboven maken kmo's, vanwege hun relatief beperkte toegang tot en hogere kosten van externe financiering, traditioneel meer gebruik van interne financiering, door gemiddeld in hun balans meer liquide activa aan te houden. Aangezien het aanhouden van liquide activa duur is, zou dit voor kleine ondernemingen een extra last kunnen vertegenwoordigen.<sup>1</sup>

Tegen die achtergrond is de laatste tijd steeds meer aandacht besteed aan de financieringsvoorwaarden voor kmo's in het eurogebied. De viermaal per jaar door het Eurosysteem gehouden enquête naar kredietverlening door banken verschaft kwalitatieve informatie over de financieringsvoorwaarden voor kmo's en grote

ondernemingen. De enquête maakt vooral melding van de veranderingen in de acceptatiecriteria voor leningen aan grote ondernemingen en kmo's (zie Grafiek A). Sinds het vierde kwartaal van 2002 volgen de acceptatiecriteria van de banken voor leningen aan kmo's en grote bedrijven een grotendeels vergelijkbaar patroon bestaande uit een geleidelijke inkrimping van de nettoaanscherping van de leencriteria. De criteria voor leningen aan grote ondernemingen waren, gemiddeld beschouwd, doorgaans iets minder strak en werden zelfs (netto) versoepeld vanaf het tweede kwartaal van 2004. In het vierde kwartaal van 2004 nam de nettoaanscherping van de acceptatiecriteria voor leningen aan kmo's relatief sterker af, de eerste versoepeling sinds de start van de enquête naar kredietverlening door banken.

De invoering van de nieuwe rentestatistieken voor de MFI-sector (vanaf januari 2003) maakt het mogelijk rentetarieven op leningen van verschillende omvang (meer en minder dan €1 miljoen) te vergelijken<sup>2</sup>. In de veronderstelling dat leningen van meer dan €1 miljoen vaker aan grote ondernemingen worden verstrekt, kan een vergelijking tussen de rentetarieven op leningen van verschillende omvang enige informatie verschaffen over de financieringskosten voor kmo's vergeleken met die voor grote ondernemingen. Uiteraard kan dit enkel een ruw onderscheid bieden. Gedurende de periode van januari 2003 tot december 2004 lag het rentepeil voor kleine MFI-leningen (zoals afgemeten aan de MFI-rente op leningen tot en met €1 miljoen aan niet-financiële ondernemingen) tussen 0,4 en 1,8 procentpunt hoger dan de rente op grotere MFI-leningen (zoals afgemeten aan de MFI-rente op leningen van meer dan €1 miljoen aan

**Grafiek A Wijzigingen in de acceptatiecriteria voor leningen of kredietlijnen aan niet-financiële ondernemingen**



Bron: ECB.  
Toelichting: De nettopercentages geven het verschil te zien tussen de som van de percentages voor "aanzienlijk verkrap" en "enigszins verkrap" en de som van de percentages voor "enigszins versoepeld" en "aanzienlijk versoepeld".

<sup>1</sup> Voor een uitvoeriger bespreking van de financiering van kmo's in Europa wordt verwezen naar "Europe's changing financial landscape: The financing of small and medium-sized enterprises", EIB Papers, vol. 8, No 2, 2003, en "SMEs and access to finance" van de Europese Commissie, Observatory van het Europese MKB, 2003, No 2.

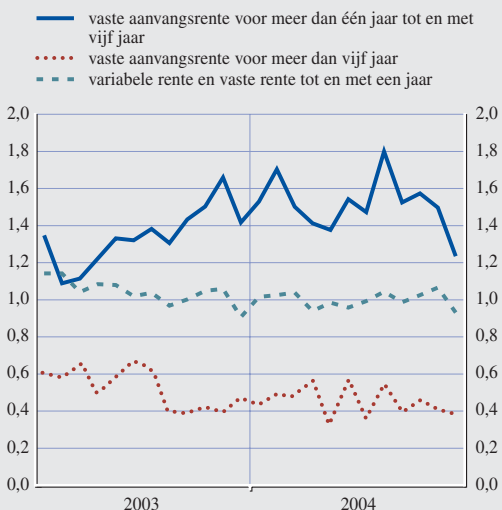
<sup>2</sup> Zie ook Kader 13 getiteld "Financiële integratie op de kredietmarkt in het eurogebied", verderop in dit verslag.

niet-financiële ondernemingen) (zie Grafiek B). Al met al gaven de ecarts tussen kleine en grote leningen in de periode sinds januari 2003 slechts een lichte verandering te zien. Bij een nadere beschouwing van de recente ontwikkelingen, in 2004, blijkt dat het renteverskil van kleine leningen ten opzichte van zowel grote leningen met een vaste aanvangsrente voor meer dan een jaar tot en met vijf jaar als grote leningen met een vaste aanvangsrente voor meer dan vijf jaar licht terugliep (met respectievelijk 10 en 15 basispunten), terwijl dat verschil grotendeels onveranderd bleef ten opzichte van de rente op leningen met een variabele rente en met een vaste aanvangsrente voor een looptijd tot en met een jaar.

Het is moeilijk harde conclusies te trekken op basis van de beschikbare gegevens. Hoewel de financieringskosten voor kmo's relatief hoog bleven tegenover die voor grote ondernemingen, waren de ontwikkelingen in 2004 grotendeels vergelijkbaar voor kleine en grote bedrijven. Tegelijkertijd zijn er enkele aanwijzingen dat de toegang van de kmo's tot financiering in dezelfde periode aanzienlijk verbeterde.

**Grafiek B Ecarts tussen de door de MFI's gehanteerde rentetarieven op kleine en grote leningen aan niet-financiële ondernemingen<sup>1) 2)</sup>**

(procentpunten; nieuwe contractleningen)



Bron: ECB.

1) Voor de periode vanaf december 2003 worden de gewogen MFI-rentetarieven berekend aan de hand van landengewichten samengesteld uit een twaalfmaands voortschrijdend gemiddelde van de bedragen van de nieuwe contracten. Voor de voorgaande periode, van januari tot november 2003, worden de gewogen MFI-rentetarieven berekend aan de hand van landengewichten samengesteld uit het gemiddelde van de bedragen van de nieuwe contracten in 2003. Voor nadere informatie wordt verwezen naar het kader getiteld "Analysing MFI interest rates at the euro area level" in het ECB Maandbericht van augustus 2004.

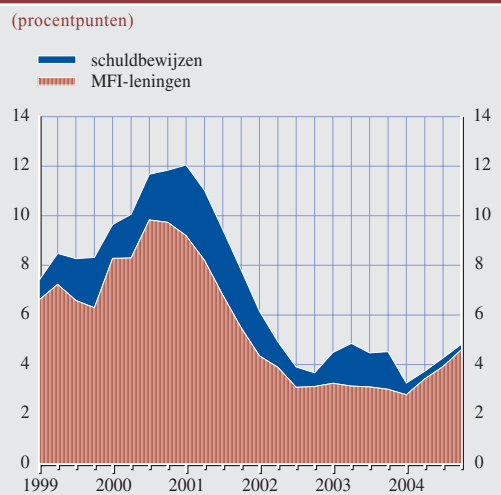
2) Kleine leningen zijn leningen tot € 1 miljoen en grote leningen zijn leningen voor een bedrag van meer dan € 1 miljoen.

## BEPERKT BEROEP OP EXTERNE FINANCIERING IN 2004

Hoewel de financieringsvoorwaarden gunstig bleven, deden de niet-financiële ondernemingen in 2004 slechts in beperkte mate een beroep op externe financiering. De jaarlijkse groei van de schuldfinanciering bedroeg eind 2004 4,8%, dat is iets hoger dan de 4,5% van eind 2003. In de tweede helft van 2004 trok die groei enigszins aan, hoofdzakelijk als gevolg van een stijging van de financiering via leningen (zie Grafiek 19). De jaarlijkse groei van de MFI-leningen aan niet-financiële ondernemingen steeg inderdaad van 3,5% eind 2003 tot 5,4% eind 2004. Tegelijkertijd groeide de netto-uitgifte van schuldbewijzen door niet-financiële ondernemingen in 2004 aanzienlijk minder sterk dan tijdens het voorgaande jaar; die groei liep terug van 10,5% eind 2003 tot 2,4% eind 2004.

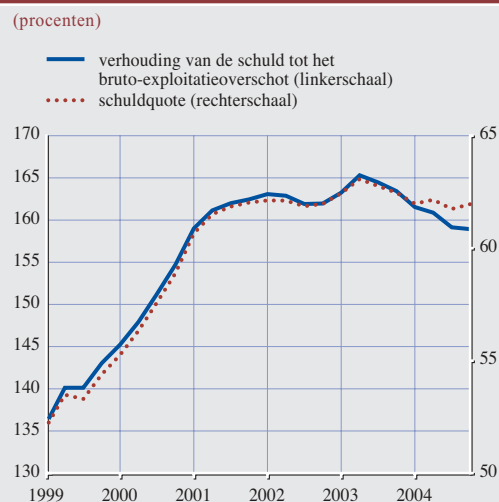
Het feit dat de schuldfinancieringsstromen over het algemeen relatief gematigd bleven, kan aan verschillende factoren worden toegeschreven. Ten eerste kunnen verbeteringen in de winstgevendheid van de bedrijven, althans voor de belangrijkste ondernemingen in de Dow Jones EURO STOXX-index (zie Grafiek 14), door het stimuleren van interne besparingen, de bedrijven er sterker toe hebben aangespoord hun totale schuld terug te dringen. Ten tweede kan de relatief langzame groei van de schuldfinanciering ook het geleidelijke verloop van het huidige economische herstel weerspiegelen. In dit verband leken de bedrijven een voorzichtig afwachtende houding aan te nemen ten aanzien van de financiering van nieuwe omvangrijke kapitaalinvesteringen.

**Grafiek 19 Bijdrage tot de jaarlijkse groei van de schuldenlast van de niet-financiële ondernemingen**



Bron: ECB.

**Grafiek 20 Indicatoren inzake de balans van de niet-financiële ondernemingen**



Bronnen: ECB en Eurostat.

Toelichting: De cijfers voor het vierde kwartaal van 2004 werden geraamd op basis van transacties opgenomen in de monetaire en bancaire statistieken en in de statistieken omtrent effectenemissies. De schuldquoten zijn iets lager op grond van de financiële rekeningen op kwartaalbasis dan op grond van de financiële rekeningen op jaarbasis, vooral omdat de kredietverlening door niet-financiële sectoren en banken buiten het eurogebied niet inbegrepen is.

In 2004 vertraagde ook de indirecte financiering van de niet-financiële ondernemingen via bedrijven in de sector niet-monetaire financiële ondernemingen. Deze sector omvat financiële dochterinstellingen van niet-financiële ondernemingen, *special-purpose vehicles* en andere ondernemingen die middelen aantrekken namens banken.

De jaarlijkse groei van de netto-uitgifte van schuldbewijzen door de niet-monetaire financiële ondernemingen liep terug van 22,3% eind 2003 tot 13,2% eind 2004. Niettemin bleef die groei krachtig vergeleken met de uitgifteactiviteit van de andere sectoren.

De jaarlijkse groei van de uitgifte van beursgenoteerde aandelen door de niet-financiële ondernemingen in het eurogebied bedroeg eind 2004 0,9%, dat is grotendeels onveranderd ten opzichte van het zeer lage peil van de vorige twee jaar. Het geringe beroep op aandelenfinanciering is een gevolg van zowel de relatief

beperkte vraag naar externe financiering als de zeer lage kosten van de andere financieringsbronnen. De bescheiden netto-uitgifte van beursgenoteerde aandelen is tevens, tot op zekere hoogte, de weerspiegeling van een aantal meer structurele ontwikkelingen, zoals het uit de beursnotering nemen van aandelen, alsook wederinkooptransacties, die voornamelijk worden verricht door bedrijven die genoeg kasmiddelen hebben vergaard om zowel te herinvesteren in hun zaak als hun eigen aandelen terug te kopen.

De gunstige financieringsvoorwaarden leidden in 2004 tot een zekere verbetering van de balansposities van de bedrijven (zie Grafiek 20). Vanuit een historisch perspectief bleef de schuldquote van de ondernemingen vrij hoog. Als gevolg van de algemene daling van de MFI-rentetarieven heeft dit de afgelopen jaren echter niet geresulteerd in aanmerkelijk hogere kosten van schuldbetalingen voor de niet-financiële ondernemingen.

## 2.3 PRIJSONTWIKKELINGEN

De totale HICP-inflatie in het eurogebied bedroeg in 2004 gemiddeld 2,1%, dat is evenveel als tijdens het voorgaande jaar (zie Tabel 1). De voornaamste factoren die een opwaartse druk op de prijzen uitoefenden, waren de hogere olieprijsen en verdere verhogingen van de indirecte belastingen en van door de overheid gereguleerde prijzen. Ze werden gecompenseerd door een verdere appreciatie van de euro, gematigde vraagvoorwaarden en een aanmerkelijke daling van het stijgingstempo op jaarbasis van de prijzen voor onbewerkte voedingsmiddelen. Ondanks de significant opwaartse druk van de olieprijsontwikkelingen op de consumptieprijzen in het eurogebied, waren er echter weinig aanwijzingen die duiden op het ontstaan van een krachtiger onderliggende inflatoire druk in de economie van het eurogebied. De producentenprijzen namen in 2004 op jaarbasis met gemiddeld 2,3% toe, vergeleken met 1,4% in 2003, voor een groot deel als gevolg van de prijsstijgingen voor energie en halffabrikaten. Er waren echter maar weinig tekenen die wezen op een aanzienlijke doorwerking in de prijzen in een later stadium van de productieketen. Tegen de achtergrond van de aanhoudende gematigde groei en arbeidsmarktontwikkelingen, bleven ook de loonstijgingen in 2004 beperkt.

In januari 2005 liep de totale HICP-inflatie terug tot 1,9%, dat is 0,5 procentpunt minder dan in december 2004. Die afname was breed gespreid over de verschillende componenten van de HICP-inflatie en werd deels veroorzaakt door basiseffecten. Ze weerspiegelde ook de extra gunstige invloed van de daling van de twaalfmaands groei van de energieprijzen, de daling van de prijzen voor onbewerkte voedingsmiddelen en grotere prijskortingen tijdens de seizoenopruiming in een aantal landen van het eurogebied.

### TOTALE INFLATIE BEÏNVLOED DOOR VOLATIELE COMPONENTEN

In 2004 werd het patroon van de totale inflatie vooral verklaard door de volatiele componenten van de HICP, vooral de prijzen voor energie en, in mindere mate, voor onbewerkte voedingsmiddelen (zie Grafiek 21).

De olieprijsen bleken in 2004 hoger dan verwacht. In december noteerde de in euro luidende prijs van een vat ruwe Brent-olie gemiddeld 25% boven het gemiddelde van december 2003 (zie Kader 5 voor meer informatie over het effect van de olieprijsen op de economie van het eurogebied). Daardoor kwamen de consumptieprijzen voor energie in het eurogebied onder aanzienlijke opwaartse druk te staan en liepen zij in 2004 met gemiddeld 4,5% op, tegen 3,0%

Tabel 1 Prijsontwikkelingen

(mutaties in procenten per jaar, tenzij anders vermeld)

	2002	2003	2004	2003 kw 4	2004 kw 1	2004 kw 2	2004 kw 3	2004 kw 4	2004 dec.	2005 jan.
<b>HICP en componenten</b>										
Totale index	2,3	2,1	2,1	2,0	1,7	2,3	2,2	2,3	2,4	1,9
Energie	-0,6	3,0	4,5	1,6	-1,5	4,8	6,3	8,5	6,9	6,2
Bewerkte voedingsmiddelen	3,1	3,3	3,4	3,8	3,5	3,9	3,6	2,8	3,2	2,8
Onbewerkte voedingsmiddelen	3,1	2,1	0,6	3,6	2,2	1,5	-0,3	-0,7	0,0	-0,6
Industriële goederen m.u.v. energie	1,5	0,8	0,8	0,8	0,7	0,9	0,8	0,8	0,8	0,5
Diensten	3,1	2,5	2,6	2,4	2,6	2,6	2,6	2,7	2,7	2,4
<b>Overige prijs- en kostenindicatoren</b>										
Industriële producentenprijzen <sup>1)</sup>	-0,1	1,4	2,3	1,0	0,2	2,0	3,1	3,8	3,5	.
Olieprijzen (EUR per vat) <sup>2)</sup>	26,5	25,1	30,5	24,5	25,0	29,3	33,3	34,5	30,0	33,6
Grondstoffenprijzen <sup>3)</sup>	-0,9	-4,5	10,8	-1,2	9,8	20,9	11,9	1,3	-0,2	-1,9

Bronnen: Eurostat, Thomson Financial Datastream en Hamburg Institute of International Economics.

1) Met uitzondering van de bouwnijverheid.

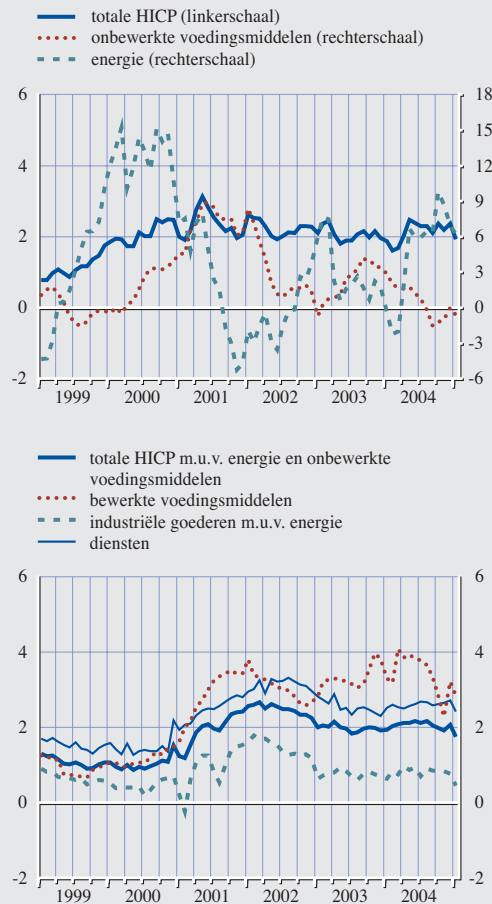
2) Brent Blend (voor levering op termijn van één maand).

3) Met uitzondering van energie; in EUR.



### Grafiek 21 Uitsplitsing HICP-inflatie: belangrijkste subcomponenten

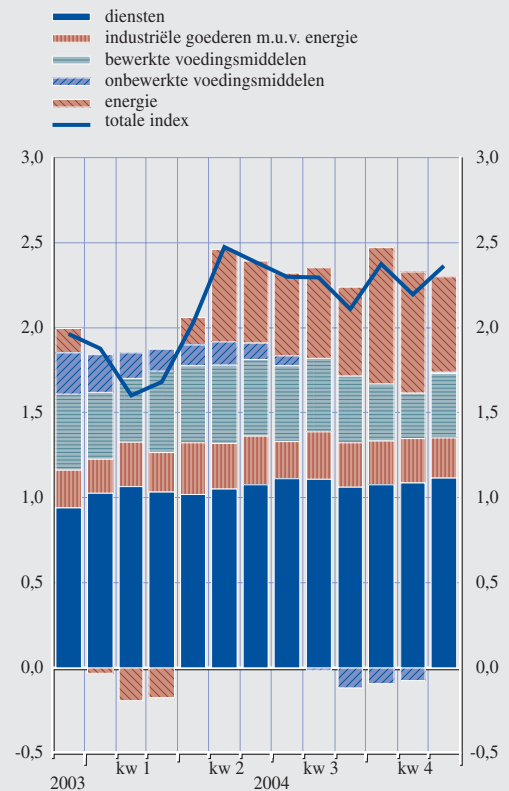
(mutaties in procenten per jaar; maandgegevens)



Bron: Eurostat.

### Grafiek 22 Bijdragen van de subcomponenten tot de HICP-inflatie

(jaarlijkse bijdragen in procentpunten; maandgegevens)



Bron: Eurostat.

Toelichting: Als gevolg van afrondingen, stemt de som van de bijdragen niet precies overeen met de totale index.

in 2003. Hun 0,4 procentpunt belopende bijdrage aan de gemiddelde jaarlijkse inflatie was de hoogste in vier jaar tijd (zie Grafiek 22).

Als gevolg van sterke basiseffecten in de energiecomponent van de HICP, liep de totale inflatie in het eerste kwartaal van 2004 jaar op jaar terug tot ongeveer 1,7%. Vervolgens begon ze opnieuw te stijgen in overeenstemming met de onverwachte prijsverhogingen voor energie; in mei bereikte ze een piek van 2,5%. Die opwaartse druk compenseerde grotendeels de matigende invloed van de prijzen voor onbewerkte voedingsmiddelen, waarvan het jaar-

lijkse groeitempo terugliep van gemiddeld 2,1% in 2003 tot 0,6% in 2004. Tijdens de zomer en de herfst werden de prijzen voor onbewerkte voedingsmiddelen getemperd door de gunstige weersomstandigheden en hadden derhalve een matigende invloed op het verloop van de totale HICP. De HICP-inflatie bleef echter tot het einde van het jaar iets hoger dan 2%.

In 2004 waren er ook andere bronnen van externe inflatoire druk. Vooral de prijzen van grondstoffen exclusief olie gingen in de eerste helft van het jaar fors omhoog; nadien stegen ze ietwat trager. De aanzienlijke appreciatie van de

euro compenseerde echter deels de inflatoire invloed van zowel de olieprijsen als de grondstoffenprijzen met uitzondering van olie.

De resterende, minder volatiele componenten van de HICP droegen in 2004 bij tot enige persistentie van de totale inflatie, met name als gevolg van ontwikkelingen inzake indirecte belastingen en door de overheid gereguleerde prijzen. Net als in 2003, werden in verschillende landen van het eurogebied nieuwe verhogingen van tabaksaccijnzen ingevoerd, wat bijdroeg tot een significante opwaartse druk op de prijzen van bewerkte voedingsmiddelen. Bijgevolg stegen deze laatste in 2004 met gemiddeld 3,4%, vergeleken met 3,3% in 2003. Het groeitempo op jaarbasis van de prijzen voor industriële goederen ongerekend energie beliep in

2004 0,8% en bleef daarmee onveranderd ten opzichte van 2003. Een vertraging in deze component werd voorkomen door verhogingen van door de overheid gereguleerde prijzen, vooral voor gezondheidszorg en geneesmiddelen. Ook leidden overheidsmaatregelen gericht op door de overheid gereguleerde prijzen voor gezondheidszorg tot forse verhogingen van de prijzen van medische diensten, diensten van tandartsen en ziekenhuizen. Ze verklaarden de versnelling van de prijsstijging in de totale dienstensector van 2,5% in 2003 tot 2,6% in 2004. Ook het opwaartse effect van de energieprijzen op de transportkosten droeg, hoewel in mindere mate, bij tot de stijging van de dienstenprijzen als geheel. In Kader 5 wordt nader ingegaan op het effect van de olieprijsontwikkelingen op de economie van het eurogebied.

## Kader 5

### DE OLIEPRIJZEN EN DE ECONOMIE VAN HET EUROGEBIED

In dit Kader worden de olieprijsontwikkelingen in 2004 besproken, alsook het effect dat ze hadden op de economie van het eurogebied. Eerst wordt de olieprijsstijging in een historisch perspectief geplaatst. Vervolgens worden de kanalen uitgetekend waarlangs de olieprijsen de inflatie in het eurogebied en de productiegroei beïnvloedden. Ten slotte biedt het een benaderende kwantificering van de invloed van de olieprijsstijging, maar beklemtoont dat sommige effecten niet in een model kunnen worden weergegeven.

#### Ontwikkelingen van de olieprijsen vanuit een langere-termijnperspectief

In de loop van 2004 klommen de in VS-dollar luidende olieprijsen in nominale termen tot een recordpeil. Er zijn echter significante verschillen tussen deze stijging en eerdere olieprijschokken. Ten eerste was de stijging van 2004 veel geringer dan die welke tijdens andere belangrijke olieprijschokken werden opgetekend (zie tabel). Gemiddeld noteerde de prijs van ruwe Brent-olie in 2004 33% hoger dan in 2003. Als gevolg van de totale appreciatie van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar stegen de in euro uitgedrukte olieprijsen in 2004 niettemin met 20%. Ten tweede lagen de olieprijsen in 2004, indien rekening wordt gehouden met de inflatie, d.i. in reële termen, aanzienlijk lager dan in eerdere door hoge prijzen gekenmerkte periodes (zie Grafiek A). Ten derde verschilden ook de in 2004 aan de prijsstijging ten grondslag liggende factoren van eerdere oliecrises. In tegenstelling tot de olieprijsstijgingen van 1973, 1979, 1990 en 1999, die vooral werden veroorzaakt door belangrijke verstoringen van

#### Stijgingen van de prijzen van ruwe Brent-olie gedurende bepaalde periodes

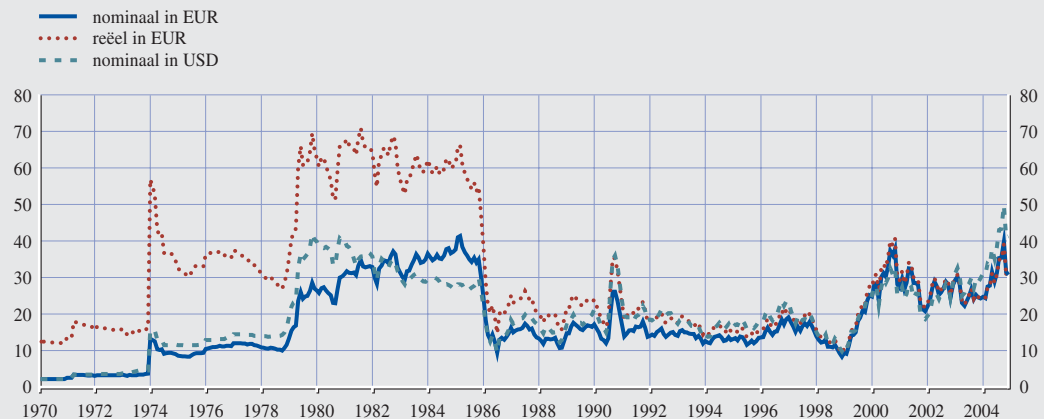
(procentuele mutatie van het jaargemiddelde)

	1973-1974	1978-1979	1999-2000	2003-2004
in USD	204	125	60	33
in EUR	210	110	84	20

Bronnen: IMF en berekeningen van de ECB.

## Grafiek A Prijzen van ruwe Brent-olie

(per vat)



Bronnen: IMF en berekeningen van de ECB.

Toelichting: Reële olijeprijzen maken een vergelijking van het effect van olijeprijzontwikkelingen op de koopkracht in de tijd mogelijk. Ze worden berekend door nominale olijeprijzen te defleren aan de hand van de HICP van het eurogebied met als basisperiode december 2004. Prijsgegevens vóór 1990 refereren aan de nationale CPI-gegevens.

de olievoorraden, werden de olieprijzen in 2004 beïnvloed door een verscheidenheid aan factoren. Tot die factoren behoren de krachtige vraag naar olie die de verwachtingen overtrof, de snel afnemende mondiale reservecapaciteit en de bezorgdheid omtrent de continuïteit van de aanvoer uit verscheidene olie-exporterende landen.

### Transmissie van olijeprijzveranderingen naar de inflatie van het eurogebied

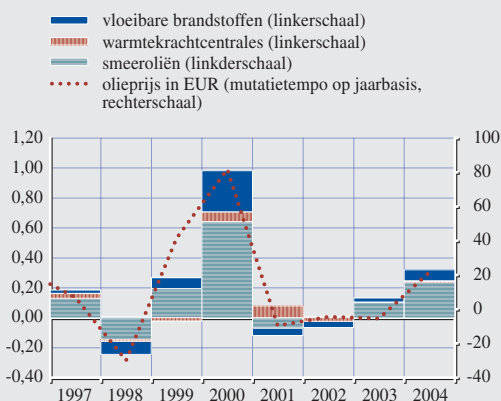
Wat het effect van de olijeprijzstijging op de prijzen in het eurogebied betreft, is het nuttig een onderscheid te maken tussen directe, indirecte en tweede-ronde-effecten.<sup>1</sup> In de eerste plaats hebben directe effecten betrekking op de invloed van een olijeprijzverandering op de totale HICP via de onmiddellijke gevolgen ervan voor de consumptieprijzen van energie. De energiecomponent vertegenwoordigt 8% van de totale HICP en is nauw gecorreleerd aan de olieprijzen in euro. Grafiek B toont de bijdrage van de belangrijkste aan olie gerelateerde goederen van de energiecomponent tot het groeicijfer op jaarbasis van de totale HICP-inflatie samen met de olijeprijzontwikkelingen. Uit deze grafiek blijkt dat het directe effect tot uiting komt binnen een jaar na de olijeprijzstijging.

Ten tweede hebben indirecte effecten betrekking op de mate waarin een olieprijzschok, naast de directe effecten, de prijzen van andere goederen en diensten kan beïnvloeden door de inputkosten voor energie te doen oplopen. Dat kan resulteren in een meer algemene prijsstijging, hoewel het ook afhankelijk is van de mate waarin de winstmarges de stijgende kosten kunnen opvangen. Bij wijze van voorbeeld, illustreert Grafiek C het indirecte effect aan de hand van de transportgebonden dienstencomponenten van de HICP. De bijdrage van die componenten tot de totale HICP-inflatie neemt gewoonlijk met enige vertraging toe na olieprijzstijgingen. Er zij evenwel opgemerkt dat ook andere factoren een weerslag kunnen hebben op die componenten,

<sup>1</sup> Zie ook het artikel getiteld "Oil prices and the euro area economy" in het ECB Maandbericht van november 2004 en het kader met als titel "Recent oil price developments and their impact on euro area prices" in het ECB Maandbericht van juli 2004.

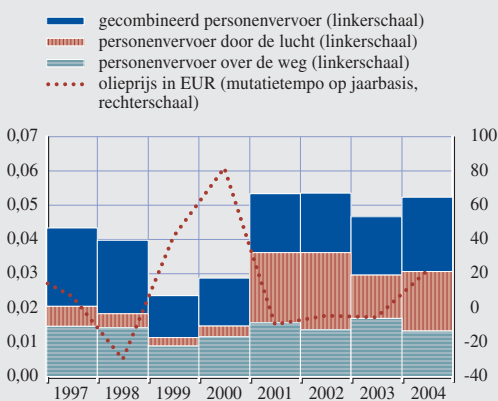
### Grafiek B Olieprijzen en de bijdrage van energiecomponenten aan de HICP-inflatie

(bijdrage in procentpunten, tenzij anders vermeld)



### Grafiek C Olieprijzen en de bijdrage van transportcomponenten aan de HICP-inflatie

(bijdrage in procentpunten, tenzij anders vermeld)



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

terwijl andere componenten van de HICP ook indirect worden beïnvloed door wijzigingen in de olieprijs.

Ten slotte hebben tweede-ronde-effecten betrekking op de mogelijkheid dat een olieprijschok, naast de hiervoor vermelde directe en indirecte effecten, een supplementaire invloed kan uitoefenen op de inflatie, omdat hij kan resulteren in hogere looneisen teneinde de daling van het reële inkomen te compenseren. Dergelijke effecten treden gewoonlijk met enige vertraging op. Naast de verwachtingen omtrent de persistentie van de schok, hangt het optreden van tweede-ronde-effecten doorgaans ook af van de mate waarin de economische context, vooral de situatie op de arbeidsmarkt, hogere looneisen in de hand werkt. In 2004 bleven de tweede-ronde-effecten als gevolg van de olieprijschok beperkt door de conjunctuurpositie van de economie van het eurogebied en de arbeidsmarktomstandigheden. Minder loonindexering dan in de jaren zeventig en tachtig heeft mogelijk ook bijgedragen tot het verminderen van de rol van de inflatie in het loonvormingsproces.

### Transmissie van olieprijsveranderingen naar de productiegroei van het eurogebied

Er zijn voornamelijk twee kanalen waarlangs olieprijschokken de reële economie beïnvloeden. In de eerste plaats is er het aanbodkanaal, omdat olie een belangrijke inputfactor is in het productieproces. Een olieprijsstijging brengt, vooral op de korte termijn, een verhoging van de productiekosten met zich, aangezien de mogelijkheden om olie te vervangen door andere energiebronnen beperkt zijn. Het niveau van de productie kan teruglopen als gevolg van de olieprijsstijging, wat ook kan resulteren in een geringere vraag naar andere productiefactoren, zoals arbeid. Ten tweede leidt een stijging van de olieprijsen aan de vraagzijde tot een verslechtering van de ruilvoet van de economieën die netto-invoerders van olie zijn. De daaruit voortvloeiende vermindering van het reële inkomen komt tot uiting in een geringere binnenlandse vraag, voor zover zulks niet wordt gecompenseerd door een lagere spaarquote of een grotere kredietopname. Een aantal andere kanalen, die moeilijker te meten zijn, geven de effecten van een olieprijschok door, bijvoorbeeld via het vertrouwen of de aandelenmarkten.

### Modelmatige kwantificering van het effect van de olieprijsstijging

Het effect van de tijdens de afgelopen jaren opgetekende olieprijsstijging op de inflatie en de reële bbp-groei in het eurogebied kan worden benaderd aan de hand van verschillende modellen. Soortgelijke ramingen wijzen er over het algemeen op dat een stijging van de olieprijs met 20% de inflatie in het eurogebied tijdens het eerste jaar met ongeveer 0,2 procentpunt verhoogt, waarna de volgende twee jaar nogmaals een effect van zowat 0,1 procentpunt wordt verwacht. Wat de reële bbp-groei betreft, wordt de weerslag geraamd op ongeveer -0,1 tot -0,3 procentpunt in het eerste jaar, terwijl in het tweede en het derde jaar maar een gering effect zou worden opgetekend.<sup>2</sup>

De resultaten van de simulatie mogen echter niet zomaar worden aangenomen. Enerzijds is enig voorbehoud geboden, zoals het mogelijk bestaan van niet-lineaire en asymmetrische verbanden en het feit dat modellen niet alle mogelijke transmissiekanalen omvatten. Anderzijds zij eveneens opgemerkt dat verscheidene factoren er, vanuit een structureel oogpunt, op wijzen dat de economie van het eurogebied de laatste jaren beter bestand is geworden tegen olieprijschokken, waardoor op modellen gebaseerde simulaties het effect mogelijk overschatten. Ten eerste zijn in het eurogebied, anders dan in de jaren zeventig, de olie-intensiteit van de productie en het aandeel van de olieconsumptie in het totale energieverbruik aanzienlijk gedaald. Bovendien blijken de arbeids- en productmarkten iets flexibeler te zijn geworden, waardoor een vlottere en snellere hertoewijzing van middelen mogelijk geworden is, wat het effect van een olieprijschok op de economie moet doen afnemen. Voorts spelen de geloofwaardigheid en de reactie van het monetaire beleid een belangrijke rol bij het bepalen van het effect van olieprijsstijgingen op de economie van het eurogebied, waardoor de kwantificering van die impact onzeker wordt.

Verdere structurele hervormingen zijn echter duidelijk nodig teneinde ervoor te zorgen dat de economie van het eurogebied vlotter en sneller op toekomstige schokken kan reageren. Vooral het vergroten van de mate van effectieve concurrentie in de energiesector van het eurogebied zou zeer gunstig zijn, aangezien daardoor hogere olieprijsen zonder aanzienlijke verstoringen zouden kunnen worden opgevangen. Te dien einde is het niet raadzaam olieprijsstijgingen te compenseren met begrotingsmaatregelen, zoals belastingverlagingen, omdat zulks bestaande verstoringen in de allocatie van middelen zou vergroten en aldus de economische subjecten zou beletten zich aan te passen aan een dergelijke externe schok.

<sup>2</sup> Voor nadere informatie, zie ook het artikel waarnaar wordt verwezen in voetnoot 1.

### WONINGPRIJZEN LOPEN FORS OP

De woningprijzen, die niet in aanmerking worden genomen bij het meten van de HICP, bleven in 2004 in het eurogebied nog steeds fors oplopen; in de eerste helft van 2004 stegen ze met 6,9% ten opzichte van de eerste helft van 2003. Dat cijfer verhult uiteenlopende ontwikkelingen in de afzonderlijke lidstaten, gaande van stijgingen met meer dan 10% in Spanje, Ierland, Frankrijk en Italië tot een geringe daling in Duitsland. Beschikbare gegevens voor de tweede helft van 2004 wijzen erop dat de sterke

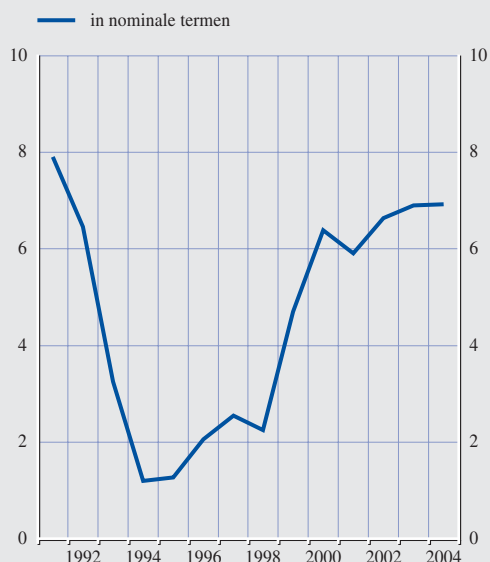
prijsstijgingen aanhielden, waardoor 2004 het vierde jaar op rij zou zijn waarin de woningprijzen met zowat 6-7% stegen (zie Grafiek 23). Deze periode van aanhoudende en forse stijgingen volgde echter op een periode van relatief matige verhogingen (met minder dan 3%) halverwege de jaren negentig.

### STIJGENDE PRODUCTENPRIJZEN IN DE VROEGE STADIA VAN DE PRODUCTIEKETEN

Het totale jaarlijkse stijgingspercentage van de industriële producentenprijzen in het euro-

### Grafiek 23 Ontwikkelingen van de woningprijzen in het eurogebied

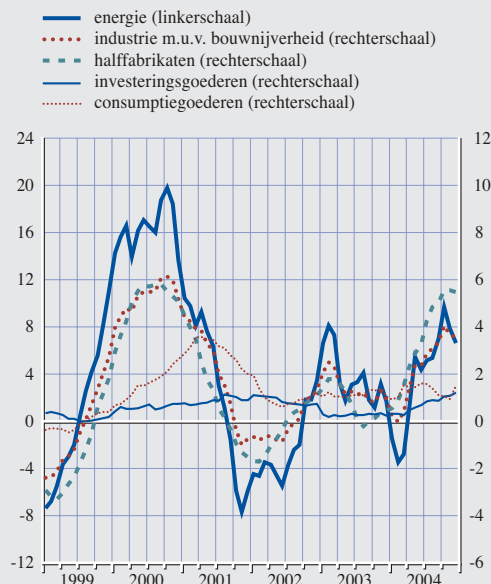
(mutaties in procenten per jaar; jaargegevens)



Bron: Berekeningen van de ECB, gebaseerd op niet-geharmoniseerde nationale gegevens.  
Toelichting: Gegevens voor 2004 hebben betrekking op de eerste helft van het jaar.

### Grafiek 24 Uitsplitsing industriële producentenprijzen

(mutaties in procenten per jaar; maandegevens)



Bron: Eurostat.

gebied (ongerekend de bouwnijverheid) nam in de loop van 2004 gestaag toe (zie Grafiek 24). De versnelling trok in het tweede kwartaal verder aan en werd vooral gedragen door de prijzen voor energie en halffabrikaten. Dit spoorde met de stijging van de olieprijs en de grondstoffenprijzen met uitzondering van olie, waardoor de prijzen voor grondstoffen en halffabrikaten in de vroege stadia van de productieketen onder druk kwamen te staan. In 2004 stegen de prijzen van halffabrikaten met gemiddeld 3,5%, tegen 0,8% in 2003.

Er waren echter weinig indicaties van een significante prijsdruk in latere stadia van de productieketen. De producentenprijzen van consumptiegoederen namen met gemiddeld 1,3% toe, dat is nog steeds onder het historische gemiddelde, maar boven de gemiddelde stijging met 1,1% in 2003. De stijging tussen 2003 en 2004 had grotendeels te maken met verhogingen van de tabaksaccijnzen. Aangezien het een tijd duurt vooraleer de opwaartse druk van de prijzen van grondstoffen en halffabrikaten doorwerkt in de productieketen, valt het meer alge-

### Tabel 2 Arbeidskostenindicatoren

(mutaties in procenten per jaar, tenzij anders vermeld)

	2002	2003	2004	2003 kw 4	2004 kw 1	2004 kw 2	2004 kw 3	2004 kw 4
Contractlonen	2,7	2,4	2,2	2,2	2,3	2,3	2,0	2,2
Totale arbeidskosten per uur	3,7	2,8	.	2,3	2,8	2,2	1,9	.
Bruto maandinkomens	3,0	2,6	.	2,5	2,6	2,5	2,3	.
Loonsom per werknemer	2,5	2,3	.	2,2	2,2	2,1	1,4	.
Arbeidsproductiviteit	0,3	0,3	.	0,6	1,2	1,7	1,3	.
Arbeidskosten per eenheid product	2,2	2,0	.	1,5	1,0	0,4	0,1	.

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

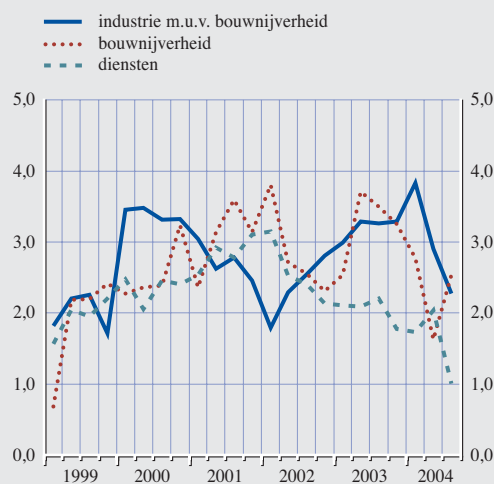
meen beschouwd niet uit te sluiten dat het vertraagde effect van de stijging van de grondstoffenprijzen op de producentenprijzen van de consumptiegoederen – een effect dat reeds in vroegere productiestadia werd opgetekend –, pas begin 2005 krachtiger is begonnen door te werken. Gematigde vraagvoorwaarden kunnen de bedrijven er echter van weerhouden de prijsstijgingen voor energie en halffabrikaten door te berekenen.

### GEMATIGDE ARBEIDSKOSTENONTWIKKELINGEN IN 2004

In vergelijking met de afgelopen jaren zijn de arbeidskostenindicatoren in het eurogebied in 2004 blijven teruglopen (zie Tabel 2). In de eerste helft van 2004 vertraagde de groei van de loonsom per werknemer. De gemiddelde twaalfmaands toename beliep 2,2%, tegen 2,4% in 2003. Die daling was breed gespreid over de voornaamste sectoren van de economie (zie Grafiek 25), hoewel ze iets meer uitgesproken was in de marktgebonden diensten. De beschikbare informatie over de loonsom per werknemer

**Grafiek 25 Sectorale loonsom per werknemer**

(mutaties in procenten per jaar; kwartaalgegevens)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

in de tweede helft van 2004 wijst op een verdere loonmatiging. Dat blijkt eveneens uit andere arbeidskostenindicatoren. In 2004 bedroeg het

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

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

	Jaarcijfers <sup>1)</sup>			Kwartaalcijfers <sup>2)</sup>									
	2002	2003	2004	2003 kw 4	2004 kw 1	2004 kw 2	2004 kw 3	2004 kw 4	2003 kw 4	2004 kw 1	2004 kw 2	2004 kw 3	2004 kw 4
Reëel bruto binnenlands product	0,9	0,5	1,8	0,8	1,6	2,2	1,9	1,6	0,4	0,7	0,5	0,2	0,2
waarvan:													
Binnenlandse vraag	0,4	1,2	1,9	1,5	1,2	1,7	2,6	1,9	1,0	0,3	0,3	0,9	0,3
Particuliere consumptie	0,7	1,0	1,1	0,6	1,2	1,2	0,9	1,3	0,0	0,8	0,0	0,1	0,5
Overheidsconsumptie	3,1	1,6	1,6	1,4	1,9	1,8	1,5	1,2	0,5	0,2	0,4	0,4	0,2
Brutovorming van vast kapitaal	-2,5	-0,6	1,7	0,2	1,2	1,9	2,1	1,6	1,1	-0,1	0,5	0,6	0,6
Voorraadwijzigingen <sup>3),4)</sup>	-0,1	0,4	0,5	0,8	-0,1	0,2	1,3	0,5	0,7	-0,1	0,1	0,7	-0,1
Netto-uitvoer <sup>3)</sup>	0,5	-0,6	0,0	-0,6	0,4	0,6	-0,6	-0,3	-0,6	0,4	0,2	-0,7	-0,2
Uitvoer <sup>5)</sup>	1,9	0,2	5,6	0,2	3,6	7,2	5,6	6,0	0,1	1,4	2,7	1,3	0,5
Invoer <sup>5)</sup>	0,5	2,0	5,9	2,0	2,8	6,0	7,8	7,1	1,7	0,4	2,4	3,1	1,0
Reële bruto toegevoegde waarde													
waarvan:													
Industrie m.u.v. bouwnijverheid	0,4	0,2	2,2	0,9	1,3	3,6	2,6	1,2	0,8	0,8	1,1	-0,1	-0,6
Bouwnijverheid	-0,2	-1,5	0,8	-1,0	0,8	1,1	0,6	0,8	0,1	0,6	0,5	-0,7	0,3
Marktgebonden diensten <sup>6)</sup>	1,0	0,9	1,9	0,9	1,5	2,4	1,8	2,0	0,1	0,8	0,8	0,2	0,3

Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

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

2) Mutatie in procenten tegenover het voorgaande kwartaal.

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

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

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

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

jaarlijkse groeitempo van de contractlonen 2,2%, tegen 2,4% in 2003. Fragmentarische gegevens over de in de periode tot eind 2004 afgesloten loonakkoorden wezen niet op tweede-ronde-effecten als gevolg van de hogere olieprijs. Ook het jaarlijkse groeitempo van de arbeidskosten per uur ging in de loop van 2004 geleidelijk vertragen en kwam op een aanzienlijk lager gemiddelde uit dan in 2003. Gezien de aanhoudend gematigde reële bbp-groei en de beperkte druk op de arbeidsmarkten van het eurogebied, bleven de loonontwikkelingen in 2004 beperkt.

De gematigde stijging van het loonpeil, in combinatie met een opleving van de productiviteitsgroei tot gemiddeld 1,4% in de eerste drie kwartalen van 2004, resulteerde in een aanmerkelijke daling van de groei van de arbeidskosten per eenheid product. Deze laatste stegen in de eerste drie kwartalen van 2004 met gemiddeld 0,5%, tegen 2,0% in 2003.

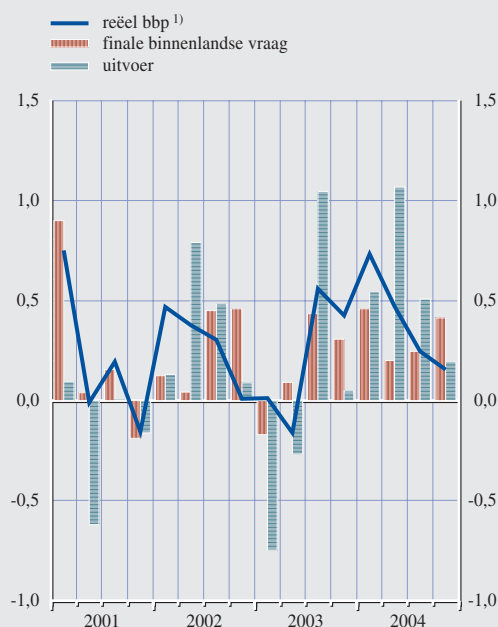
## 2.4 PRODUCTIE-, VRAAG- EN ARBEIDSMARKTONTWIKKELINGEN

### VOORTZETTING VAN HET ECONOMISCHE HERSTEL IN 2004

Het in de tweede helft van 2003 in het eurogebied ingezette conjunctuurherstel hield in 2004 aan. Met een groeipercentage van 1,8% – het hoogste cijfer sinds 2000 – sloot de totale bbp-groei in 2004 grotendeels aan bij de verwachtingen van eind 2003. Het herstel werd getrokken door de krachtige uitvoer, die in 2004 5,6% hoger was dan in 2003. Ook de binnenlandse vraag – vooral de investeringen – was levendiger. Verschillende, deels onvoorziene, ontwikkelingen stonden in 2004 evenwel een versteviging van het herstel in de weg. Zo was de groei op kwartaalbasis in de eerste helft van het jaar sneller dan in de tweede. Ontwikkelingen op het vlak van de olieprijs en de wisselkoersen hadden een weerslag op de groei, en de slechts geleidelijk verbeterende arbeidsmarktomstandigheden en het geringe consumentenvertrouwen waren deels verantwoordelijk voor de zwakte van de particuliere consumptie.

**Grafiek 26 Bijdragen tot de reële bbp-groei op kwartaalbasis**

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



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

1) Mutatie in procenten tegenover het voorgaande kwartaal.

Van medio 2003 tot medio 2004 was het herstel voornamelijk te danken aan de exportgroei, terwijl de bijdrage van de binnenlandse consumptieve vraag (d.w.z. exclusief voorraadmutaties) relatief bescheiden was (zie Grafiek 26). De matiging van de kwartaal-op-kwartaal groei in de tweede helft van 2004 was grotendeels het gevolg van een forse afname van de bijdrage van de externe sector, die slechts gedeeltelijk werd gecompenseerd door de geleidelijk aantrekkende groei van de binnenlandse consumptieve vraag. Tijdens het herstel was de bijdrage van de voorraden in sommige kwartalen relatief belangrijk, maar tegelijk ook volatiel. Met uitzondering van de voorraadmutaties spoorden deze ontwikkelingen algemeen beschouwd met de kenmerken van de herstelfases die zich de afgelopen decennia in het eurogebied hebben voorgedaan.



Wat de binnenlandse situatie betreft, was de groei van de particuliere consumptie op kwartaalbasis in 2004 gemiddeld beschouwd relatief zwak, een weerspiegeling niet alleen van de zwakke arbeidsmarktverhoudingen, maar ook van de aanhoudende onzekerheid omtrent de tenuitvoerlegging van de noodzakelijke structurele hervormingen (zie Kader 6 voor meer informatie over de vooruitgang inzake structurele

hervormingen). Een en ander heeft vermoedelijk het consumentenvertrouwen gedrukt. De bruto-investeringen in vaste activa stegen in 2004 aanzienlijk, ondanks de negatieve weerslag van de aanmerkelijke vertraging van de investeringsgroei in de Duitse bouwnijverheid tijdens de eerste helft van het jaar, en van de dalende overheidsinvesteringen in de tweede helft.

## Kader 6

### VOORUITGANG INZAKE STRUCTURELE HERVORMINGEN VAN DE PRODUCT- EN ARBEIDSMARKTEN IN DE EU

Structurele hervormingen van de product- en arbeidsmarkten zijn van essentieel belang voor het verhogen van het economische groeipotentieel van Europa, en vergemakkelijken de aanpassing aan en verhogen de weerstand tegen schokken. Maatregelen om het potentiële economische groeitempo te verhogen, zijn des te belangrijker gelet op het neerwaartse effect dat de vergrijzing van de bevolking wellicht zal sorteren op het toekomstige arbeidsaanbod. In maart 2000 legde de Europese Raad van Lissabon een ambitieuze hervormingsagenda vast met als bedoeling de EU tegen 2010 om te vormen tot de meest concurrerende en dynamische kenniseconomie ter wereld. Het verslag van november 2004 door de Werkgroep van hoge ambtenaren onder voorzitterschap van Wim Kok<sup>1</sup> vormde het uitgangspunt voor het opmaken van de tussenbalans van deze strategie. In februari 2005 werd in het Lenteverslag van de Europese Commissie aan de Europese Raad opgeroepen tot een meer doorgedreven nationale toepassing van de Lissabonstrategie, de vereenvoudiging en stroomlijning ervan en meer aandacht voor groei en werkgelegenheid. De tussenbalans van de strategie is in maart 2005 door de Europese Raad afgerond. Dit kader geeft een beknopt overzicht van de vooruitgang die werd geboekt bij de tenuitvoerlegging van de hervormingsagenda van de EU tijdens de afgelopen jaren, en in het bijzonder in 2004.

In de Globale Richtsnoeren voor het Economische Beleid (GREB's) definieert de EU overkoepelende beleidsprioriteiten voor verschillende economische beleidsdomeinen. Deze prioriteiten vormen dan op hun beurt de basis voor de beleidsaanbevelingen die aan elke EU-lidstaat worden gericht. Wat de arbeidsmarkten betreft, beklemtonen de GREB's voor de periode 2003-05, samen met de actualisering van de GREB's die in 2004 werd uitgevoerd om de integratie van de nieuwe lidstaten tot stand te brengen, de noodzaak om: (i) het gecombineerde impulseffect van belastingen en uitkeringen te verbeteren om werk lonend te maken, (ii) te zorgen voor efficiënte, actieve arbeidsmarktmaatregelen ten behoeve van de meest achtergestelde groepen, (iii) een meer flexibele werkorganisatie te bevorderen en de regelgeving inzake arbeidsovereenkomsten te herzien, (iv) de geografische mobiliteit en de verandering van beroep te vergemakkelijken en (v) ervoor te zorgen dat de stelsels van loononderhandelingen erop worden gericht de productiviteitsontwikkeling in de lonen tot uitdrukking te laten komen.

Tijdens de afgelopen jaren hebben een aantal landen hun belasting- en uitkeringsstelsels hervormd teneinde de indirecte arbeidskosten te drukken en het arbeidsaanbod te bevorderen. De

<sup>1</sup> Voor meer informatie, zie Paragraaf 1.1 van Hoofdstuk 4.

tarieven van de inkomstenbelasting zijn gedaald voor de lagere en modale inkomens en de sociale-zekerheidsbijdragen voor werknemers en werkgevers werden verlaagd, vooral voor de laagbetaalde werknemers. Bovendien werd vooruitgang geboekt bij het verhogen van de participatiegraad van mensen in de marge van de arbeidsmarkt. Sommige lidstaten hebben de rol van de uitzendkantoren versterkt en de wetgeving inzake arbeidsbescherming voor tijdelijke contracten versoepeld. Er zijn ook wijzigingen aangebracht in de regelgeving met betrekking tot de arbeidstijd, teneinde een soepeler berekening mogelijk te maken van het maximale aantal toegestane werkuren in de EU, en het recht om deeltijds te werken werd in sommige landen uitgebreid. Er zijn aanwijzingen dat de ondernemingen de beschikbare arbeidskrachten flexibeler zijn gaan inzetten als gevolg van in het verleden gerealiseerde hervormingen. Uit recente aanwijzingen blijkt bijvoorbeeld dat de aanpassing van de werkuren in het eurogebied in de conjunctuurvertraging van 2001-03 een grotere rol heeft gespeeld dan tijdens de vorige cycli.<sup>2</sup>

De meeste EU-lidstaten hebben de hervorming van de arbeidsmarkt in 2004 voortgezet, inclusief de verdere hervorming van de stelsels van inkomstenbelastingen, de herstructurering van de uitkerings- en sociale-zekerheidsstelsels, en beleidsmaatregelen om de gemiddelde pensioenleeftijd op te trekken. De hervormingen lijken echter achter te blijven bij wat door de regeringen werd aangekondigd. Een beperkte vooruitgang werd geboekt inzake het aantrekken van meer mensen op de arbeidsmarkt, het investeren in de vorming van menselijk kapitaal en de vergroting van het aanpassingsvermogen van zowel werknemers als ondernemingen aan wisselende macro-economische omstandigheden. Maatregelen die gericht zijn op het verminderen van de langdurige werkloosheid via herscholing, alsook op het verbeteren van de arbeidsproductiviteit via beroepsopleiding en -ontwikkeling en levenslang leren, blijven de prioritaire domeinen voor hervormingen. Daarnaast zijn verdere hervormingen noodzakelijk om de arbeidsmobiliteit te bevorderen door het verbeteren van de overdraagbaarheid van de pensioenen en de rechten inzake gezondheidszorg, alsmede door het toestaan van loondifferentiatie volgens lokale, regionale en sectorale productiviteitsverschillen.

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

Het percentage interne-marktwetgeving van de EU dat door de lidstaten nog niet in nationale wetgeving was omgezet (bekend als de "omzettingsachterstand"), nam verder toe. De Europese Commissie heeft diverse initiatieven genomen om de werking van de interne markt te verbeteren, met name in de dienstensector, waar een aantal belangrijke obstakels deze werking nog steeds in de weg staan. Vele van die belemmeringen zijn zichtbaar toe te schrijven aan de nationale wetgeving, bijvoorbeeld administratieve lasten en procedures voor de oprichting van dochterondernemingen in andere EU-landen. Begin 2004 bereikten het Ierse, Nederlandse, Luxemburgse en Britse voorzitterschap overeenstemming omtrent een gemeenschappelijk initiatief om in de loop van 2004 en 2005 voorrang te verlenen aan hervormingen in de regelge-

<sup>2</sup> Voor meer informatie, zie het kader getiteld "Developments in total hours worked in the euro area" in het ECB Maandbericht van oktober 2004.

ving, en om de inspanningen ter vermindering van de administratieve last op te voeren. Vele landen hebben stappen ondernomen om de efficiëntie en transparantie van de procedures inzake overheidsaanbestedingen te verbeteren. Sommige landen hebben daarenboven de bevoegdheden en onafhankelijkheid van hun mededingingsautoriteiten en regelgevende autoriteiten uitgebreid. Bovendien lijkt de tendens tot het verminderen en heroriënteren van de overheidssteun naar horizontale doelstellingen zich de laatste jaren te hebben voortgezet, hoewel de overheidssteun in sommige sectoren, bijvoorbeeld transport, nog steeds een belangrijke rol speelt. De lidstaten zijn blijven doorgaan met het implementeren van hervormingen in de regelgeving voor netwerkindustrieën, zij het dat de agenda voor de hervorming van de regelgeving in dit domein nog niet is afgerond. De effectieve concurrentie in voorheen afgeschermden sectoren zoals elektriciteit en gas, zou nog moeten worden opgevoerd.

Samenvattend mag worden gesteld dat in 2004 verdere voortgang is gemaakt met de structurele hervormingen, voornamelijk op de arbeidsmarkten; het tempo van de hervormingen bleef algemeen beschouwd evenwel teleurstellend. Bijgevolg zal de EU meer dan waarschijnlijk de doelstellingen van Lissabon niet halen, tenzij de lidstaten hun hervormingsinspanningen fors opvoeren. Een hernieuwde impuls in het proces van structurele hervorming zal niet alleen de algemene economische efficiëntie en de groeivoorzichten op de lange termijn verhogen, maar ook het draagvlak voor een duurzame economische opleving verstevigen.

Het patroon van de economische groei werd in 2004 ook beïnvloed door specifieke externe factoren, waaronder het verloop van de olieprijsen en de wisselkoersen. De groei van het eurogebied werd niet alleen aangetast door de rechtstreekse impact van de olieprijsstijgingen in de vorm van hogere productiekosten en een lagere koopkracht van de consumenten, maar ook indirect via de impact op de internationale omgeving. De sterke expansie van de mondiale economische activiteit aan het begin van 2004 werd in de tweede helft van het jaar afgeremd. Dat was het gevolg van, onder meer, de sedert medio 2004 opgetekende olieprijsstijgingen die tijdens de tweede helft van het jaar de groei van de buitenlandse vraag naar exportgoederen van het eurogebied afremden. Zo ook had de tijdens het grootste gedeelte van 2003 opgetekende aanzienlijke appreciatie van de wisselkoers van de euro – hoewel deze de kostprijs van olie voor de olie-invoerende landen van het eurogebied had gedrukt – een negatief naifeffect op de concurrentiekracht van het eurogebied als geheel.

Vanuit sectoraal oogpunt had de groei van de toegevoegde waarde de neiging om in de loop van de conjunctuurcyclus de algemene reële productieontwikkelingen te volgen. Vooral de

groei van de toegevoegde waarde in zowel de verwerkende industrie als de zuiver marktgebonden diensten hield in de eerste helft van 2004 aan, maar in de tweede helft verzwakte hij. Bijgevolg lijken de conjuncturele bewegingen van de economie het afgelopen jaar voornamelijk te zijn aangestuurd door algemene, veeleer dan door sectorspecifieke verstoringen.

Uit diverse spreidingsmaatstaven blijkt dat de verschillen tussen de reële bbp-groecijfers van de eurolanden in 2004 kleiner zijn geworden. Deels als gevolg van de wereldwijde economische opleving is de gemiddelde reële bbp-groei op jaarbasis in 2004 in vergelijking met 2003 in alle eurolanden gestegen, behalve in Griekenland waar hij niettemin relatief krachtig bleef.

#### **VERBETERING VAN DE ARBEIDSMARKT EN DE PRODUCTIVITEITSGROEI IN 2004**

De verhoudingen op de arbeidsmarkt zijn in 2004 in het eurogebied niet aanmerkelijk veranderd, hoewel er tekenen zijn die wijzen op een geleidelijke verbetering. Nadat de werkgelegenheid in 2003 vrijwel ongewijzigd was gebleven, is zij in de loop van 2004 gestegen (zie Tabel 4). De totale toename bleef echter bescheiden. Dit had deels te maken met de ver-

**Tabel 4 Arbeidsmarktontwikkelingen**

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

	2002	2003	2004	2002 kw 3	2002 kw 4	2003 kw 1	2003 kw 2	2003 kw 3	2003 kw 4	2004 kw 1	2004 kw 2	2004 kw 3	2004 kw 4
Beroepsbevolking	1,0	0,7		0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	
Werkgelegenheid	0,6	0,2		-0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,0	0,1	0,2	0,2	
Landbouw <sup>1)</sup>	-2,1	-2,5		-0,8	-0,7	-0,9	-0,6	-0,1	-0,1	-0,4	0,1	-0,1	
Industrie <sup>2)</sup>	-1,2	-1,5		-0,4	-0,5	-0,3	-0,3	-0,5	-0,5	-0,5	0,3	-0,2	
– m.u.v. bouwnijverheid	-1,3	-2,0		-0,4	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	-0,7	-0,6	-0,0	-0,2	
– bouwnijverheid	-0,7	-0,2		-0,3	-0,1	0,1	0,4	-0,4	-0,0	-0,2	1,2	-0,1	
Diensten <sup>3)</sup>	1,4	1,0		0,2	0,3	0,2	0,3	0,2	0,1	0,4	0,2	0,3	
<b>Werkloosheidsgraden <sup>4)</sup></b>													
Totaal	8,2	8,7	8,8	8,3	8,4	8,6	8,7	8,7	8,8	8,9	8,8	8,8	8,8
Jonger dan 25 jaar	16,8	17,6	17,8	16,9	16,8	17,2	17,5	17,6	18,0	18,0	18,0	17,8	17,6
25 jaar en ouder	7,0	7,4	7,6	7,1	7,2	7,4	7,4	7,5	7,5	7,6	7,6	7,6	7,6

Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

1) Omvat tevens visserij, jacht en bosbouw.

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

3) Met uitzondering van extraterritoriale organen en instellingen.

4) Procenten van de beroepsbevolking volgens ILO-aanbevelingen.

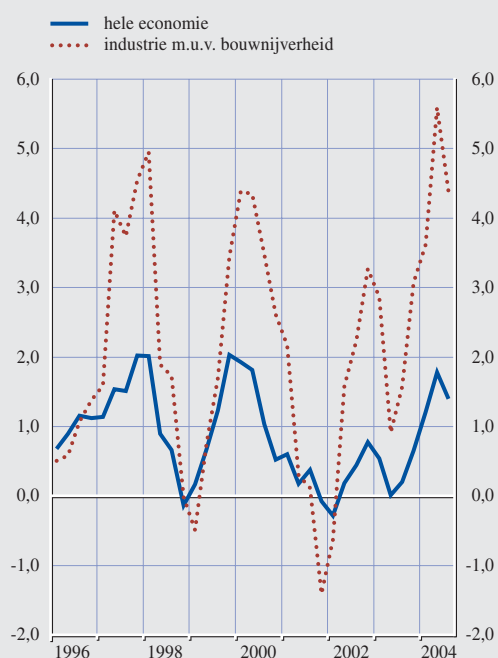
traagde reactie van de werkgelegenheid op de economische activiteit, maar weerspiegelde tevens de ongewone veerkracht van de werkgelegenheid (gemeten in termen van werkenden) tijdens de economische recessie van 2001-03, die de noodzaak verminderde om in dit stadium van de opleving arbeidskrachten in dienst te nemen. Terwijl de ontwikkelingen inzake het aantal werkenden tijdens de recente conjunctuurfases relatief stabiel zijn gebleven, blijkt uit de beschikbare gegevens dat de werkgelegenheid in termen van gewerkte uren sterker op de conjunctuurcyclus heeft gereageerd. Dit wijst erop dat de werkgevers tijdens de recente economische teruggang en de daaropvolgende opleving de werkgelegenheid mogelijk meer hebben aangepast in termen van uren dan in termen van werkenden.

In de industrie (m.u.v. de bouwnijverheid) bleef de werkgelegenheid in de loop van 2004 dalen, hoewel in afnemende mate over de achtereenvolgende kwartalen, terwijl zij in de dienstensector onafgebroken steeg. De arbeidsproductiviteit bleef zich in 2004 fors herstellen (voornamelijk in de industriële sector) (zie Grafiek 27). De groei van de arbeidsproductiviteit was sedert medio 2003 versneld als gevolg van de gebruikelijke conjunctuurontwikkelingen inzake activiteit en werkgelegenheid.

De werkloosheidsgraad in het eurogebied bleef in 2004 algemeen beschouwd ongewijzigd op 8,8% (zie Grafiek 28). Er werd ook geen duidelijke

**Grafiek 27 Arbeidsproductiviteit**

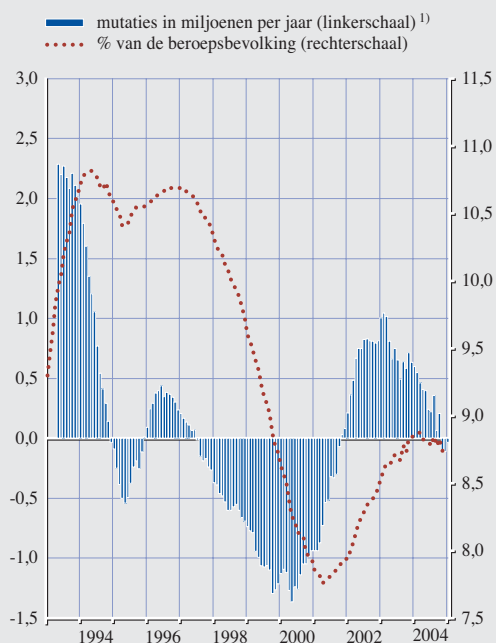
(mutaties in procenten per jaar)



Bron: Eurostat.

## Grafiek 28 Werkloosheid

(maandgegevens; voor seizoenen gezuiverd)



Bron: Eurostat.

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

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

lijke verandering opgetekend in de werkloosheidscijfers naar leeftijdsgroep en geslacht. Het aantal werklozen daalde in 2004 in totaal echter met circa 50.000 personen, na in 2003 aanmerkelijk te zijn gestegen. Deze weliswaar bescheiden tekenen van verbetering spoorden met andere indicaties van een kentering op de arbeidsmarkt. Deze tekenen omvatten ontwikkelingen in het aantal vacatures, die in de tweede helft van 2004 toenamen na sedert 2001 onafgebroken te zijn gedaald.

Gemiddeld beschouwd, bleef de werkloosheidsgraad tussen 2003 en 2004 in de meeste euro-landen grotendeels ongewijzigd, hoewel de werkloosheidscijfers in sommige landen enigszins werden beïnvloed door statistische wijzigingen. Al met al werd het verschil in werkloosheidscijfers tussen de landen van het eurogebied in 2004 ietwat kleiner.

## Kader 7

### POTENTIËLE EFFECTEN VAN DEMOGRAFISCHE VERANDERINGEN IN HET EUROGEBIED

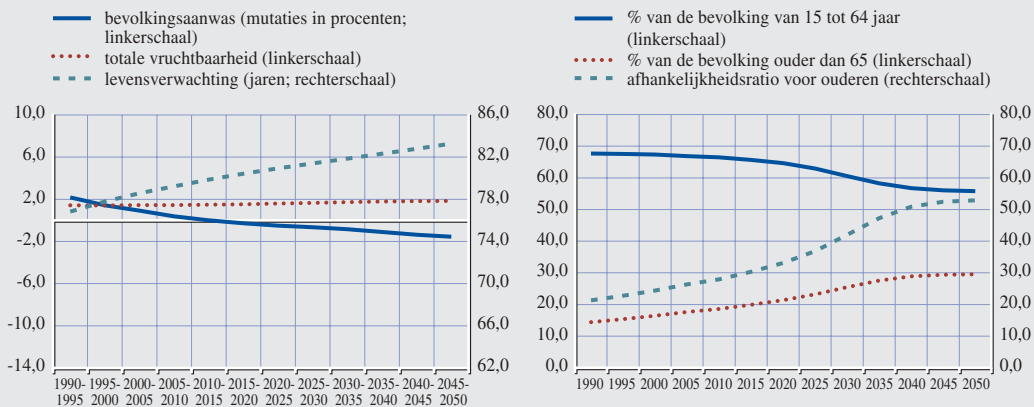
Net als in vele andere geïndustrialiseerde landen worden de recente en verwachte demografische ontwikkelingen in het eurogebied gekenmerkt door een slinkende bevolkingsaanwas en een geleidelijke vergrijzing van de bevolking. Deze ontwikkelingen zijn het gevolg van de lage vruchtbaarheid en de toegenomen levensverwachting in de meeste landen van het eurogebied. Hoewel rond alle demografische projecties een grote onzekerheid heerst, lijken deze patronen gemeenschappelijk voor de meeste van deze projecties, inclusief die van Eurostat en de Verenigde Naties. In dit Kader wordt nader ingegaan op enkele van de belangrijkste implicaties.

#### Demografische veranderingen

Volgens de meest recente prognoses die beschikbaar zijn voor de landen van het eurogebied (de wereldbevolkingsprojecties voor 2002 van de Verenigde Naties<sup>1</sup>), wordt verwacht dat de totale vruchtbaarheid in het eurogebied in de periode tot 2050 onder het demografische vervangings-

1 De cijfers in deze paragraaf en in de grafieken verwijzen naar de vruchtbaarheidshypothese inzake de "gemiddelde variante", die kan worden beschouwd als de meest waarschijnlijke. Voor meer informatie, zie "World Population Prospects: The 2002 Revision", United Nations.

## Belangrijkste demografische ontwikkelingen in het eurogebied



Bronnen: Wereldbevolkingsprojecties 2002 van de Verenigde Naties (gemiddelde vruchtbaarheidsvariante) en berekeningen van de ECB.

niveau van circa 2 kinderen per vrouw zal blijven. Terzelfder tijd wordt ook verwacht dat de gemiddelde levensverwachting tussen 2005 en 2050 met vijf jaar zal toenemen (zie linkerpaneel van de onderstaande grafiek). De combinatie van deze twee effecten resulteert in een vertraging van de bevolkingsaanwinst in het eurogebied en, vanaf circa 2015, in een afname van de totale bevolking in het eurogebied. Daarenboven wordt verwacht dat het aandeel van de ouderen (65 jaar en ouder) in de bevolking zal toenemen en dat het aandeel van de bevolking op arbeidsleeftijd (tussen 15 en 64 jaar) zal afnemen (zie rechterpaneel van de onderstaande grafiek), aanvankelijk geleidelijk en vervolgens, vanaf ongeveer 2015, in een sneller tempo. Dit zou leiden tot een verhoging van de afhankelijkheidsgraad van ouderen in het eurogebied (d.w.z. de verhouding van de bevolking van 65 jaar en ouder tot de bevolking van 15 tot en met 64 jaar) van ongeveer 26% in 2005 tot ongeveer 30% in 2015 en meer dan 52% in 2050, een totale stijging met circa 26 procentpunten over de periode van 2005 tot 2050.

### Economische gevolgen

Een dergelijke demografische verschuiving zal een zware impact hebben op de economieën van het eurogebied. Zo zal de samenstelling van het arbeidsaanbod veranderen naarmate het aandeel van de oudere werknemers toeneemt, en kan het arbeidsaanbod zelfs dalen indien de werknemers vervroegd blijven uittreden en te weinig werknemers op de arbeidsmarkt intreden om de uitgetreden te vervangen. De verwachte daling van de bevolking op arbeidsleeftijd zal het groeitempo van de potentiële productie van het eurogebied neerwaarts beïnvloeden, tenzij zij kan worden gecompenseerd door een grotere bijdrage van andere groeifactoren, zoals een stijging van de arbeidsmarktparticipatie, de arbeidsproductiviteit en/of de productieve aanwending van andere middelen zoals kapitaal. Er is een zekere onenigheid ontstaan over de mate waarin immigratie kan bijdragen tot het verhogen van het arbeidsaanbod. De meeste studies geven aan dat de rol van migratie als oplossing voor de demografische problemen in Europa vermoedelijk klein en tijdelijk is, gezien de beperkingen inzake het aantal potentiële migranten in verhouding tot de omvang van het probleem, en de praktische en politieke randvoorwaarden.

De financiering van de sociale-zekerheidsstelsels, in het bijzonder van de op het omslagstelsel gebaseerde overheidspensioenen, zal ook onder druk komen te staan naarmate de verhouding

tussen het aantal gepensioneerden en het aantal premiebetalenden in het kader van de pensioen- en gezondheidsstelsels stijgt. Verwacht wordt dat de overheidsuitgaven met betrekking tot gezondheidszorg en langdurige zorg zullen toenemen naarmate meer vooruitgang wordt geboekt inzake medische technologieën en de vraag naar deze diensten groeit naarmate het aantal ouderen toeneemt. De omvang van deze potentiële effecten zou aanzienlijk kunnen zijn. Uit ramingen afkomstig van de Werkgroep Vergrijzing van de Bevolking van het Comité voor Economische Politiek van de Europese Commissie blijkt dat de pensioenuitgaven in de meeste landen van het eurogebied tegen 2050 met 3% tot 6% bbp zouden stijgen. Een aanvullende uitgavenstijging met 2% tot 4% bbp zou kunnen worden veroorzaakt door de toenemende uitgaven voor gezondheidszorg en langdurige zorg.

De vergrijzing van de bevolking zal naar alle waarschijnlijkheid tevens veranderingen teweegbrengen in de structuur van de financiële markten en de prijsstelling van financiële activa. Huishoudens van verschillende generaties houden doorgaans niet evenveel financiële activa aan en opteren voor activa met andere risicoprofielen in hun beleggingsportefeuille. Aangezien de vraag naar woningen op de lange termijn onder meer afhankelijk is van het aantal huishoudens in een economie, zouden de demografische veranderingen eveneens een effect kunnen sorteren op de vastgoedprijzen. Daarenboven is het waarschijnlijk dat pensioenhervormingen, in het bijzonder een heroriëntering naar een grotere particuliere financiering, een aanzienlijke impact zullen hebben op de financiële markten naarmate de rol van de institutionele beleggers, zoals de pensioenfondsen en de verzekeringsinstellingen, zal toenemen. De beperkte beschikbaarheid van lange tijdreeksen van financiële prijzen, meetproblemen en het feit dat slechts een klein deel van de bevolking aandelen pleegt aan te houden, beperken de mate waarin de mogelijke effecten van demografische veranderingen op de financiële markten kunnen worden gekwantificeerd. Uit simulaties uitgevoerd met behulp van modellen gebaseerd op de “levenscyclus”-theorie, blijkt echter doorgaans dat de vergrijzing van de bevolking leidt tot een daling van de prijzen voor financiële activa (zowel aandelen als obligaties) en tot een stijging van de vereiste aandenpremie wanneer de huidige beroepsbevolking met pensioen gaat.

### **De noodzaak van grondige hervormingen**

Teneinde het hoofd te bieden aan die effecten van de demografische veranderingen, dienen de regeringen grondige hervormingen ten uitvoer te leggen. Die hervormingen zouden er moeten op gericht zijn specifieke problemen in de pensioenregeling en in de gezondheidszorg aan te pakken, de totale overheidsschuld terug te dringen en de stuwende krachten achter de economische groei te versterken. Binnen de EU hebben de regeringen overeenstemming bereikt over een driesporenbeleid. Deze strategie werd voor het eerst vastgelegd in de GREB's van 2001, en omvat drie globale doelstellingen: het verhogen van de werkgelegenheidsgraad, het terugdringen van de overheidsschuld en het hervormen van de pensioenstelsels, met inbegrip van een groter beroep op kapitaaldekking.

In de landen van het eurogebied moet dringend werk worden gemaakt van het opvoeren van de arbeidsmarktparticipatie en de werkgelegenheid voor alle groepen van de bevolking op arbeidleeftijd, vooral voor die groepen, zoals de 55-plussers, waar de participatiegraad bijzonder laag is. Een eerste belangrijke stap is de verdere afbouw van de negatieve stimuli om aan het werk te blijven, die momenteel nog steeds bestaan op de arbeidsmarkt van een aantal eurolanden als gevolg van de wisselwerking tussen belastingen en uitkeringen en de instandhouding van vroegde-uittrekingsstelsels. Deze stelsels creëren hinderpalen voor het aanvaarden van een baan,

vooral voor tweeverdieners, laagbetaalde werknemers, jongere en oudere werknemers, en vrouwen. Beleidsmaatregelen om de deelname van vrouwen aan de arbeidsmarkt te verhogen, moeten het voor vrouwen eenvoudiger maken om gezin en werk te combineren door de flexibiliteit van de werkuren te vergroten en de diensten voor kinderopvang en ouderenzorg te verbeteren. Daarnaast zou het in sommige gevallen nuttig kunnen zijn om de stimuli om op oudere leeftijd aan het werk te blijven te verbeteren, bijvoorbeeld via geleidelijke uitgroeimaatregelen en meer mogelijkheden tot deeltijdse of tijdelijke banen voor oudere werknemers. Er moeten echter ook voor de werkgevers voldoende stimuli zijn om oudere werkgevers in dienst te nemen en/of te houden. Daarnaast zullen vele landen een duurzaam proces op gang moeten brengen om te investeren in menselijk kapitaal en onderzoek en ontwikkeling teneinde de mogelijke effecten van de vergrijzing van de bevolking op arbeid en op de totale factorproductiviteit te compenseren.

Het terugdringen van de overheidsschuld zou bijdragen tot een grotere houdbaarheid van de begrotingspositie en aldus de overheidsfinanciën minder kwetsbaar maken voor de impact van de demografische verschuivingen. Zo zouden vooral lagere schuld niveaus de regeringen meer ademruimte geven in tijden van zwaardere begrotingslasten als gevolg van de vergrijzing. Evenzo zouden lagere rentebetalingen op de overheidsschuld begrotingsmiddelen vrijmaken en de regeringen meer armslag geven om het hoofd te bieden aan eventuele onvoorziene ontwikkelingen. In dit opzicht voorzien de bepalingen van het Stabiliteits- en groeipact, in het bijzonder het vereiste om de overheidsfinanciën nabij evenwicht of in overschot te houden, in stimuli die de regeringen op weg zetten om zich voor te bereiden op de met de vergrijzing verband houdende begrotingslasten.

De omvang van de verwachte druk op de pensioenstelsels laat uitschijnen dat inzake pensioenhervormingen een tweevoudige strategie moet worden gevolgd. In de eerste plaats zijn verdere aanpassingen vereist aan de structuur van de uitkeringen en de bijdragen binnen de bestaande regelingen op basis van omslagstelsels (parametrische hervormingen). Die aanpassingen behelzen herzieningen van de uitkeringsformules en aanpassingen aan de indexering van de pensioenuitkeringen. Daarenboven zullen de meeste landen stappen moeten ondernemen om de kapitaaldekking van de uitkeringen te verhogen en de financieringsmethoden te diversifiëren (systeemhervormingen). In plaats van de pensioenen te financieren door middel van de lopende overdrachten uit arbeidsinkomens, zouden ze worden gefinancierd uit tevoren via pensioenfondsen opgebouwd kapitaal. Aldus zou een beleid op de sporen moeten worden gezet om gemakkelijker een infrastructuur te kunnen ontwikkelen die deze fondsen in staat zou stellen de pensioenreserves efficiënt toe te wijzen en de verbonden risico's te beheersen, alsmede om het niet-speculatieve karakter van de pensioenreserves te waarborgen.

Samenvattend kan worden gesteld dat uit de bevolkingsprognoses blijkt dat de demografische veranderingen in het eurogebied zich het sterkst zullen doen gevoelen vanaf circa 2015, hoewel de ontwikkelingen zich in de respectieve landen in een verschillend tempo voordoen, en de totale bevolking in een aantal landen van het eurogebied reeds is beginnen in te krimpen. Hoewel vele landen een aanvang hebben gemaakt met het verbeteren van de stimulerende compatibiliteit van hun belasting- en uitkeringsstelsels en van de houdbaarheid van de overheidsfinanciën, zijn in de nabije toekomst nog meer uitgebreide hervormingen noodzakelijk. De tijdige tenuitvoerlegging van omvangrijke en stimulerende hervormingen is noodzakelijk om voorbereid te zijn op de demografische veranderingen.



## 2.5 BEGROTINGSONTWIKKELINGEN

### BEGROTINGSALDI IN 2004 ALGEMEEN BESCHOUWD STABIEL

De begrotingsontwikkelingen in het eurogebied waren in 2004 onbevredigend. Volgens de meest recente gegevens van Eurostat bleef het tekort van het eurogebied grotendeels stabiel op 2,7% bbp (zie Tabel 5). Het begrotingsresultaat in 2004 weerspiegelde een lichte verruiming van het begrotingsbeleid, terwijl de impact van de economische conjunctuur beperkt was. De meeste landen van het eurogebied bleken niet in staat de doelstellingen te halen die waren opgenomen in de bijgewerkte stabiliteitsprogramma's van eind 2003 en begin 2004. Er werd gemiddeld 0,3 procentpunt bbp van de doelstellingen afgeweken, vooral omdat de landen met

aanzienlijke onevenwichtigheden er niet in slaagden de ambitieuze structurele consolidatieplannen waar te maken.

Sommige landen lieten een tekortquote optekenen die in de buurt van of boven de referentiewaarde van 3% bbp lag, en vier landen (Duitsland, Frankrijk, Griekenland en Nederland) bevonden zich in een buitensporige-tekortsituatie. Voor het derde jaar op rij overschreden de tekorten van Duitsland en Frankrijk ruim de drempel van 3% bbp. Als gevolg van belangrijke statistische herzieningen werd duidelijk dat Griekenland volgens de ESR 95-methodologie een tekort boven de referentiewaarde had geboekt, en dit sedert 1997; het tekort van dat land voor 2004 bedroeg 6,1% bbp. Italië kwam uit op een tekort van 3,0% bbp en Portugal

**Tabel 5 Begrotingsposities in het eurogebied**

(procenten bbp)

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

	2001	2002	2003	2004
<b>Eurogebied</b>	<b>-1,8</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,8</b>	<b>-2,7</b>
België	0,4	0,1	0,4	0,1
Duitsland	-2,8	-3,7	-3,8	-3,7
Griekenland	-4,1	-4,1	-5,2	-6,1
Spanje	-0,5	-0,3	0,3	-0,3
Frankrijk	-1,6	-3,2	-4,2	-3,7
Ierland	0,9	-0,5	0,2	1,3
Italië	-3,0	-2,6	-2,9	-3,0
Luxemburg	6,2	2,3	0,5	-1,1
Nederland	-0,1	-1,9	-3,2	-2,5
Oostenrijk	0,3	-0,2	-1,1	-1,3
Portugal	-4,4	-2,7	-2,9	-2,9
Finland	5,2	4,3	2,5	2,1

Brutoschuld van de gezamenlijke overheid

	2001	2002	2003	2004
<b>Eurogebied</b>	<b>69,6</b>	<b>69,5</b>	<b>70,8</b>	<b>71,3</b>
België	108,0	105,4	100,0	95,6
Duitsland	59,4	60,9	64,2	66,0
Griekenland	114,8	112,2	109,3	110,5
Spanje	57,8	55,0	51,4	48,9
Frankrijk	57,0	59,0	63,9	65,6
Ierland	35,8	32,6	32,0	29,9
Italië	110,7	108,0	106,3	105,8
Luxemburg	7,2	7,5	7,1	7,5
Nederland	52,9	52,6	54,3	55,7
Oostenrijk	67,1	66,7	65,4	65,2
Portugal	55,9	58,5	60,1	61,9
Finland	43,8	42,5	45,3	45,1

Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

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

noteerde een tekort van net iets minder dan 3% bbp, ondanks de voortgezette (doch afnemende) tenuitvoerlegging van omvangrijke tijdelijke beleidsmaatregelen.

Afgemeten aan de verandering van het conjunctuurgezuiverde primaire saldo volgens de ramingen van de Europese Commissie, weerspiegelde het begrotingsresultaat voor het eurogebied in zijn geheel een licht expansieve begrotingskoers. Aangezien de rentelasten nagenoeg onveranderd bleven, was dat resultaat voornamelijk toe te schrijven aan de verslechtering van het primaire saldo. De bbp-groei is naar raming ongeveer in overeenstemming met de potentiële groei aangetrokken. Daarom wordt ervan uitgegaan dat de economische omgeving gemiddeld beschouwd slechts een zeer gering effect sorteerde op de verandering van de conjuncturele component van de begroting. Slechts in een beperkt aantal gevallen vond een structurele consolidatie plaats. De drie landen met een zeer hoge schuldenlast (België, Griekenland en Italië) bleven profijt trekken van besparingen op de rentelasten, met een gunstig effect op de totale begrotingspositie tot gevolg. Dit compenseerde deels de verslechtering van het primaire saldo in die landen.

De begrotingsontwikkelingen weerspiegelen het feit dat in het eurogebied, gemiddeld beschouwd, de belastingverlagingen en de geleidelijke afbouw van tijdelijke bijsturingmaatregelen in onvoldoende mate werden gefinancierd door besparingen in de primaire uitgaven. De inkomstenverlagende factoren omvatten verlagingen van de directe belastingen en sociale-zekerheidsbijdragen, alsook een daling van het inkomen uit kapitaal als gevolg van het geleidelijk uitdoven van tijdelijke maatregelen. Deze factoren werden deels gecompenseerd door verhogingen van de indirecte belastingen. Aan de uitgavenzijde zijn er indicaties van enige uitgavenbeheersing (voornamelijk via overheidsconsumptie en sociale uitkeringen), ondanks de gedeeltelijke afschaffing van tijdelijke maatregelen. Hoewel dit getuigt van een ommekeer in het lakse uitgavenbeleid van de

laatste jaren, bleek een en ander onvoldoende om de inkomstendaling volledig op te vangen.

De schuldquote van het eurogebied steeg, voor het tweede jaar op rij, tot 71,3% in 2004. Deze verslechtering vloeit vooral voort uit het lage (en nog dalende) primaire overschot, het feit dat de economische groei lager was dan de impliciete gemiddelde rente op de overheidsschuld, en de in sommige gevallen aanzienlijke verschillen tussen de ontwikkelingen inzake tekort en schuld – de zogeheten tekort-schuldaanpassingen. Van de zeven landen die schuldquoten van meer dan 60% bbp lieten optekenen, noteerde alleen België een beduidende afname van zijn schuldquote, tot minder dan 100% bbp, als gevolg van een begrotingsresultaat dat nabij evenwicht bleef. Griekenland en Italië bleven schuldquoten vertonen van meer dan 100% bbp, grotendeels ongewijzigd sinds 2001. In Duitsland, Frankrijk, Oostenrijk en Portugal lag de schuldquote licht boven de referentiewaarde van 60% bbp, en in al die landen behalve Oostenrijk, steeg de quote ten opzichte van 2003. De aanhoudende verslechtering van het begrotingsaldo en de stijgende schuldquote komen ook tot uiting in het uitstaande bedrag aan overheidsschuldbewijzen (zie Kader 8).

## Kader 8

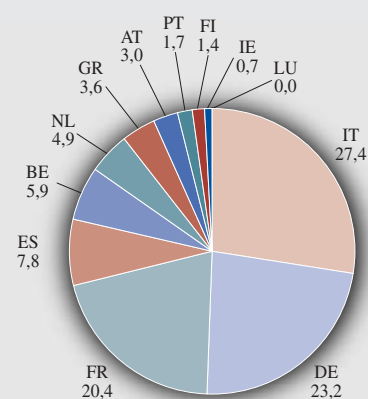
### ONTWIKKELINGEN INZAKE OVERHEIDSSCHULDBEWIJZEN IN HET EUROGEBIED

Tegen de achtergrond van de in het eurogebied gestegen overheidstekorten, is het niveau van het uitstaande bedrag aan overheidsschuldbewijzen de afgelopen jaren toegenomen. Deze ontwikkeling vertaalt zich zowel in de stijging van de schuldquoten als in de hogere jaarlijkse groei van de door de algemene overheid van het eurogebied uitgegeven schuldbewijzen – respectievelijk 5,0%, 5,5% en 5,4% eind 2002, 2003 en 2004 (tegen 3,3% eind 2001).<sup>1</sup>

Wat het totale bedrag van de eind 2004 uitstaande schuldbewijzen van de gezamenlijke overheid betreft, zijn de belangrijkste spelers in dit segment van de kapitaalmarkten van het eurogebied Italië, Duitsland en Frankrijk, met elk een aandeel dat varieert van ongeveer 20% tot 30% van de totale markt (zie Grafiek A).

#### Grafiek A Uitstaand bedrag aan overheidsschuldbewijzen in het eurogebied naar land van uitgifte in 2004

(procenten; einde periode)



Bron: ECB.

Het verloop van de structuur van de uitstaande overheidsschuldbewijzen in het eurogebied heeft drie hoofdkenmerken. Vooreerst wordt de overheidsschuld hoofdzakelijk uitgegeven door de centrale overheid, die in 2004 goed was voor 94,3% van de uitstaande schuldbewijzen, terwijl de overige algemene overheid verantwoordelijk was voor de overige 5,7% (zie de tabel hieronder). Toch is de sector van de overige algemene overheid actiever geworden. Het aandeel van de door de centrale overheid uitgegeven schuldbewijzen is sinds 1998 gestaag teruggelopen, terwijl het aandeel van de schuldbewijzen uitgegeven door de overige algemene overheid tussen 1998 en 2004 nagenoeg verdubbeld is.

#### Structuur van het uitstaande bedrag van de door de overheden van het eurogebied uitgegeven schuldbewijzen

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

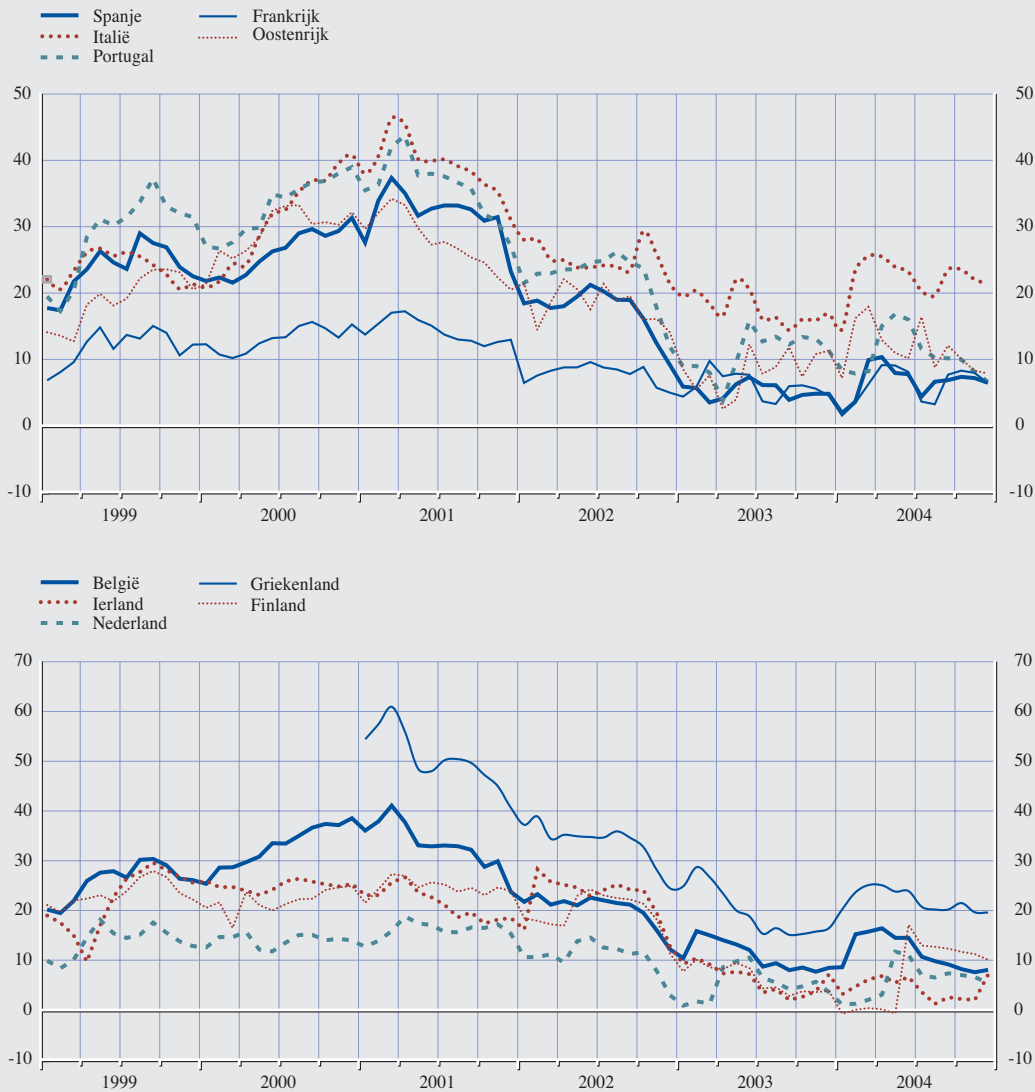
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Centrale overheid	96,9	96,9	96,7	96,3	95,4	94,7	94,3
Langlopende effecten	87,5	89,3	89,9	89,0	87,2	85,8	36,0
Kortlopende effecten	9,4	7,6	6,9	7,2	8,2	8,9	8,3
Overige overheid	3,1	3,1	3,3	3,7	4,6	5,3	5,7
Langlopende effecten	3,0	3,0	3,2	3,6	4,5	5,2	5,6
Kortlopende effecten	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Totale overheid							
Langlopende effecten	90,5	92,3	93,0	92,6	91,7	91,1	91,6
vaste rente	75,4	79,3	81,2	82,5	82,1	82,2	82,9
variabele rente	12,3	10,5	10,0	8,7	8,0	7,5	7,6
Kortlopende effecten	9,5	7,7	7,0	7,4	8,3	8,9	8,4
Totale overheid in EUR miljard	3.304,9	3.450,5	3.546,4	3.764,6	3.939,3	4.141,2	4.362,5

Bron: ECB.

<sup>1</sup> De groeipercentages zijn gebaseerd op financiële transacties, en zijn gecorrigeerd voor herclassificaties, herwaarderingen, wisselkoersmutaties en andere niet uit transacties voortvloeiende mutaties. Voor meer informatie, zie de Technische toelichting bij de Tabel- len 4.3 en 4.4 van de "Euro area statistics" in het ECB Maandbericht.

## Grafiek B Rendementsecarts op langlopende overheidsobligaties t.o.v. Duitsland<sup>1)</sup>

(basispunten; maandgegevens)



Bronnen: BIB en berekeningen van de ECB.

1) Het rendement op langlopende overheidsobligaties verwijst naar tienjaars obligaties of naar de meest nabije beschikbare looptijd voor obligaties.

Ten tweede, wat de opsplitsing van de overheidsschuldbewijzen naar looptijd betreft, nam de langlopende schuld eind 2004 ongeveer 91,6% van de uitstaande schuldbewijzen voor haar rekening. Uit de tabel op de vorige bladzijde blijkt dat het aandeel van de kortlopende schuld tussen 1998 en 2000 is verkleind, maar vervolgens opnieuw is gaan stijgen.

Ten derde blijkt uit die tabel ook dat de overgrote meerderheid van de langlopende overheidsschuldbewijzen wordt uitgegeven tegen een vaste rente. Mettertijd is het relatieve belang van de uitgaven tegen variabele rente aanzienlijk gedaald, namelijk van 12,3% van het totaal in 1998 tot 7,6% in 2004. Deze ontwikkeling kan worden verklaard door de geleidelijke daling, tegen

het einde van de jaren negentig, van de termijnpremie die door sommige regeringen werd betaald op vastrentende langlopende schuldbewijzen in een context van prijsstabiliteit. Italië, waar het aandeel van schuldbewijzen met een variabele rente ruim 20,7% bedraagt, is het enige land dat hoger dan het gemiddelde van het eurogebied scoort.

De daling van de risicopremies is de laatste jaren tot uiting gekomen in een lagere kostprijs van de schuldfinanciering. Zo is het gemiddelde rendement op de tienjaars overheidsobligaties in het eurogebied bijvoorbeeld gedaald van gemiddeld 7% in de periode 1994-98 tot gemiddeld 4,7% in de periode 1999-2004. Zoals echter blijkt uit grafiek B, bestaan er tussen de landen van het eurogebied verschillen inzake het rendement op overheidsobligaties, die mogelijk het gevolg zijn van verschillen in liquiditeits- en kredietrisico.

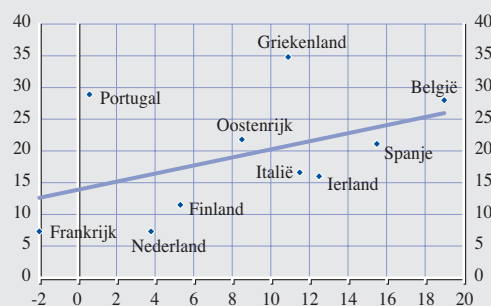
Het rendement op de Duitse langlopende obligaties was het laagste van het eurogebied, vooral omdat de Duitse overheidsobligaties relatief liquide zijn. Tot begin 2001 kon het financieringsvoordeel van de Duitse overheid ten opzichte van alle andere overheden in het eurogebied worden uitgedrukt in dubbelcijferige basispunten. Sindsdien zijn de ecarts tussen het rendement op tienjaars overheidsobligaties van de andere eurolanden en het rendement op vergelijkbare Duitse obligaties onophoudelijk gedaald, tot zij eind 2003 een dieptepunt bereikten. De grootste dalingen van de rendementsecarts werden genoteerd in België, Griekenland, Italië, Portugal en Spanje. Het is mogelijk dat deze convergentie onder meer toe te schrijven is aan de begrotingsontwikkelingen in Duitsland, waar de schuldquote tussen 2001 en 2004 verslechterde ten opzichte van die van alle andere eurolanden, behalve Frankrijk.

Uit de beschikbare gegevens blijkt dat de landen die hun schuldquote ten opzichte van Duitsland tussen 2001 en 2004 hebben zien verbeteren, ook een daling hebben opgetekend van de langlopende rendementsecarts ten opzichte van de Duitse overheidsobligaties, zoals wordt aangetoond door het positieve verband in Grafiek C. Hoewel andere factoren, die vooral verband houden met de liquiditeit van de obligaties, ook van belang kunnen zijn, kan dit worden beschouwd als een eerste aanwijzing dat de beleggers tot op zekere hoogte ook rekening houden met de begrotingsposities van de overheden van het eurogebied op het ogenblik van de prijsstelling van de obligaties.

Al met al weerspiegelen de recente trends in de structuur van de overheidsfinanciering het aanzienlijke macro-economische voordeel dat tijdens het afgelopen decennium is ontstaan naar aanleiding van de evolutie naar een meer stabiliteitsgericht beleid. Het meest tastbare voordeel voor het publiek is het veel lagere percentage van de overheidsbegrotingen dat aan rentebetalingen wordt gespenseerd.

**Grafiek C** Veranderingen in de relatieve schuldquoten t.o.v. Duitsland<sup>1)</sup> en veranderingen in de rendementsecarts<sup>2)</sup> tussen 2001 en 2004

(x-as: in procentpunten; y-as: in basispunten)



Bronnen: Eurostat en ECB.

1) X-as: daling van de relatieve schuldquote tegenover Duitsland, d.w.z. verkleining van het verschil tussen de schuldquote van Duitsland en die van de andere landen van het eurogebied, tussen 2001 en 2004.

2) Y-as: afname van de rendementsecarts t.o.v. de Duitse tienjaars overheidsobligaties tussen januari 2001 en december 2004. Toelichting: De grafiek dient als volgt te worden gelezen, met België als voorbeeld. De schuldquote bedroeg 108,0% in 2001 en 95,6% in 2004, terwijl deze in Duitsland 59,4% bedroeg in 2001 en 66,0% in 2004. Aldus bedroeg het verschil tussen de schuldquote van Duitsland en die van België – een relatieve schuldquote van België ten opzichte van Duitsland – 48,6% in 2001 en 29,6% in 2004. Dit verschil nam tussen 2001 en 2004 met 19,0 procentpunten af – een verbetering van de relatieve schuldquote ten opzichte van Duitsland, zoals weergegeven op de x-as. Over dezelfde periode nam de marge tussen de rente op Belgische en Duitse overheidsobligaties met 28 basispunten af, zoals afgebeeld op de y-as. De doorlopende rechte stelt de aangepaste regressielijn voor.

### BEGROTINGSPLANNEN VOOR 2005

De meest recente bijwerking van de stabiliteitsprogramma's wijst erop dat, ondanks enige vooruitgang, te weinig voorzorgen worden genomen om het hoofd te bieden aan het probleem van de begrotingstekorten, en dat er nog steeds geen agenda's voor grootschalige structurele hervormingen bestaan. Voor 2005 zal het gemiddelde tekort voor het eurogebied als geheel naar verwachting met ongeveer een half procentpunt bbp afnemen. Zowel een kleine daling van de rentelasten als een bescheiden verbetering van het primaire saldo zouden aan deze ontwikkeling moeten bijdragen. Verwacht wordt dat de economische groei dicht bij de potentiële groei zal blijven. Nagenoeg de helft van de landen van het eurogebied, d.w.z. Duitsland, Griekenland, Frankrijk, Italië, Nederland en Portugal, zal echter waarschijnlijk een tekort blijven optekenen van om en nabij 3% bbp. Slechts enkele landen zullen naar verwachting een begrotingspositie nabij evenwicht of in overschot vertonen. De schuldquote zal vermoedelijk met circa een half procentpunt bbp dalen.

### CONSOLIDATIE OVEREENKOMSTIG EERDERE VERBINTENISSEN IS NOODZAKELIJK

De overheidsfinanciën staan voor drie belangrijke opgaven in het eurogebied. Ten eerste is er de noodzaak van een ingrijpende begrotingsconsolidatie: de macro-economische stabiliteit is sterk afhankelijk van de houdbaarheid van de overheidsfinanciën, dat wil zeggen van het vermogen van een overheid om haar uitstaande verplichtingen na te komen (zie Kader 9). De naleving van het begrotingskader van de EU en de

strikte toepassing van de regels zijn van wezenlijk belang omdat dit bijdraagt tot de houdbaarheid van de overheidsfinanciën in de EMU. Vooral de tekortlimiet van 3% bbp – indien geloofwaardig toegepast – biedt een houvast voor de verwachtingen inzake de begrotingsdiscipline en de toekomstige schuldontwikkelingen. Het is daarom een belangrijk teken van budgettaire gezondheid voor de financiële markten en het publiek.

Het feit dat het gemiddelde tekort van het eurogebied dicht bij de referentiewaarde van 3% ligt en dat een aantal landen een tekort heeft dat dicht bij of boven deze waarde ligt, beklemtoont de noodzaak om de begrotingspositie te verstevigen. De verbeterde economische omgeving biedt een uitstekende gelegenheid om het proces van begrotingsconsolidatie te versnellen. De groei dividenden in de vorm van hoger dan verwachte belastingontvangsten zouden moeten worden aangewend om de budgettaire onevenwichtigheden terug te dringen. Landen met een buitensporig tekort zouden deze situatie zo snel mogelijk moeten ombuigen en hun verplichtingen nakomen. Bovendien moet worden vermeden dat opnieuw buitensporige tekorten opduiken. Het is ook wenselijk dat de eurolanden die geen begrotingspositie nabij evenwicht of in overschot hebben, maar zich ook niet in een buitensporige-tekortsituatie bevinden, doorgaan met de begrotingsconsolidatie in overeenstemming met de in oktober 2002 binnen de Eurogroep gemaakte afspraak dat de onderliggende tekortquoten met ten minste 0,5 procentpunt bbp per jaar moeten worden teruggedrongen.

#### Kader 9

#### BEGROTINGSBELEID EN MACRO-ECONOMISCHE STABILITEIT

In dit Kader wordt ingegaan op de belangrijkste invloeden die het begrotingsbeleid uitoefent op de macro-economische stabiliteit en het prijsverloop, alsmede op de manier waarop het begrotingskader van de EU deze invloeden weerspiegelt.

Het begrotingsbeleid kan op de korte termijn een weerslag hebben op de macro-economische omgeving via discretionaire maatregelen en de automatische stabilisatoren. Discretionaire

maatregelen, d.w.z. actieve veranderingen in de overheidsontvangsten of -uitgaven, kunnen de economische groei en de prijzen beïnvloeden via hun effect op zowel de totale vraag als het totale aanbod. De ervaring van de laatste decennia leert echter dat de discretionaire *fine-tuning* van de economie via de begroting – die de stabilisering van de economie beoogt – vaak procyclisch uitvalt. Bovendien leidde de asymmetrische toepassing van *fine-tuning*-maatregelen (vooral tijdens periodes van economische neergang, en in veel mindere mate tijdens periodes van opleving) mettertijd tot hogere begrotingstekorten. Anderzijds kan de vrije werking van de automatische stabilisatoren bijdragen tot het afvlakken van economische schommelingen, en dat via de stabiliserende impact van belastingen en werkloosheidsuitkeringen op het beschikbare inkomen van de huishoudens. Door hun automatische karakter treden zij tijdig op en zijn zij makkelijker voorspelbaar, terwijl hun symmetrische werking het niveau van de overheids-schuld gedurende een conjunctuurcyclus niet aantast.

Wat de begrotingseffecten op de middellange termijn betreft, is de budgettaire beleidsvorming van essentieel belang voor de houdbaarheid van de overheidsfinanciën en de potentiële economische groei. De houdbaarheid van de begrotingspositie kan worden omschreven als het vermogen van een overheid om haar uitstaande verplichtingen na te komen. De verhouding van de overheidsschuld tot het bbp geeft hiervan een aanwijzing, hoewel ook andere elementen, zoals de voorwaardelijke en impliciete overheidsverplichtingen, in aanmerking moeten worden genomen. De houdbaarheid van de overheidsfinanciën heeft een positieve weerslag op de macro-economische omgeving, aangezien de consumenten en huishoudens vanwege de overheid geen belangrijke belastingverhogingen verwachten, en niet vrezen dat de overheid niet aan haar verplichtingen zal kunnen voldoen. Zo wordt het economische vertrouwen verstevigd, wordt de besluitvorming op de lange termijn (bv. voor de particuliere investeringen) vergemakkelijkt, en zijn de financiële voorwaarden gunstiger. Wat de potentiële economische groei betreft, kunnen begrotingsmaatregelen die de “kwaliteit” van de overheidsfinanciën verbeteren, een gunstig effect sorteren op de met prijsstabiliteit verenigbare economische groei. De overheidsuitgaven inzake fysiek of menselijk kapitaal kunnen bijvoorbeeld de kwaliteit van de productiefactoren verbeteren. Daarnaast hebben de belastingtarieven een weerslag op de stimuli om te werken, te sparen, te investeren en te innoveren. De hogere groei schraagt op zijn beurt de houdbaarheid, aangezien de bestaande schuld door een bredere economische basis wordt afgelost.

Het uittekenen van het begrotingsbeleid volgens vastgestelde regels, is over het algemeen te verkiezen boven een ad hoc-benadering. Regels kunnen leiden tot een overmatige aandacht voor korte-termijnwinsten en een veronachtzaming van de lange-termijnkosten. Daarenboven kunnen regels de verwachtingen verankeren – waardoor aan de economische subjecten een leidraad wordt gegeven voor het toekomstige begrotingsbeleid in geval van schokken – en aldus de lange-termijnplanning in de particuliere sector stimuleren. Uiteraard moeten de regels worden nageleefd om aan deze voordelen concreet gestalte te kunnen geven. De voordelen van het naleven van de regels zijn zelfs nog groter in een monetaire unie zoals de EMU, waar scheeftrekkingen inzake begrotingsstimuli nog kunnen worden verscherpt. Zo kan bijvoorbeeld een grotere neiging ontstaan om tekorten te aanvaarden, omdat de impact van het hogere schuldniveau van een land op de rentetarieven – met de eenheidsmunt en de grotere integratie van de financiële markten – kleiner is dan voorheen. De begrotingsregels binnen een monetaire unie moeten rechtlijnig van toepassing zijn, aangezien zij voor alle lidstaten op een gelijkvormige manier moeten gelden om een gelijke behandeling te waarborgen. Een transparant begrotingskader verhoogt tevens de bewustwording bij de financiële markten en het grote publiek, en kan bijdragen tot het afdwingen van de naleving van de regels.

Het op regels gebaseerde middellange-termijnkader dat binnen de EMU werd goedgekeurd, houdt rekening met overwegingen inzake zowel korte-termijnstabilisering als lange-termijnhoudbaarheid. De referentiewaarden voor het begrotingstekort en de overheidsschuld zijn methoden om een verantwoord begrotingsgedrag te bevorderen. Een begrotingspositie die op de middellange termijn nabij evenwicht of in overschot is, draagt bij tot de economische stabilisering op de korte termijn via de vrije werking van de automatische stabilisatoren, terwijl zij buitensporige tekorten voorkomt en in de toekomst zorgt voor verbeteringen in de houdbaarheid van de overheidsfinanciën door lagere openbare-schuldquoten tot stand te brengen.

Vanuit het standpunt van een centrale bank die de handhaving van prijsstabiliteit als hoofddoelstelling heeft, ligt de nadruk van de budgettaire beleidsanalyse op de weerslag van het begrotingsbeleid op de inflatie en de macro-economische stabiliteit, omdat deze beleidsdomeinen deel uitmaken van de omgeving waarin het monetaire beleid moet functioneren. Een gezond begrotingsbeleid vergemakkelijkt het monetaire beleid door, zowel op de korte als op de lange termijn, een omgeving van stabiele economische omstandigheden te creëren.

### **STRUCTURELE HERVORMINGEN BLIJVEN VAN VITAAL BELANG**

Een tweede opgave voor de overheidsfinanciën van het eurogebied betreft de integratie van de budgettaire consolidatieplannen in een structurele hervormingsagenda die de groei, de concurrentiekracht en de werkgelegenheid bevordert. Dit zou ook bijdragen tot het creëren van een duurzamere basis voor de begrotingsontwikkelingen, vooral tegen de achtergrond van de oplopende begrotingslast als gevolg van de vergrijzing van de bevolking. Bestedingshervormingen zijn in dit opzicht van cruciaal belang, hoewel er misschien ook enige ruimte is voor een verhoogde efficiëntie aan de inkomstzijde. Bestedingshervormingen maken een begrotingsconsolidatie mogelijk, effenen het pad voor verdere belastingverlagingen en kunnen de belasting- en uitkeringsstelsels tevens groeivriendelijker maken. Binnen bepaalde bestedingsbudgetten zouden productieve investeringen in infrastructuur en menselijk kapitaal voorrang moeten krijgen.

### **BETROUWBARE STATISTIEKEN SCHRAGEN DE GELOOFWAARDIGHEID VAN HET BEGROTINGSKADER**

Ten derde is de integriteit van de statistieken betreffende de overheidsfinanciën een basisvereiste voor de geloofwaardigheid van het begrotingskader van de EU. Het is duidelijk dat grote herzieningen van tekorten uit het verleden

– zoals in 2004 het geval was voor Griekenland – het vertrouwen van het publiek en de geloofwaardigheid van het gehele kader aantasten. Zij ondermijnen de nauwkeurige en tijdige vaststelling van onevenwichtigheden en aanpassingsbehoeften, en kunnen aldus ernstige vertragingen veroorzaken in de tenuitvoerlegging van de beleidsmaatregelen. Door de onzekerheid omtrent het toezicht op de begrotingen te vergroten, knagen zij aan de waarde van de multilaterale toezichtprocedures en verzwakken zij de efficiëntie van de collegiale toetsing. Daarom is het van vitaal belang dat maatregelen worden genomen om de betrouwbare samenstelling en tijdige rapportering van de statistieken betreffende de overheidsfinanciën te waarborgen. Alle lidstaten zouden de Europese regels voor waardering en resultaatbepaling moeten naleven wanneer zij verslag uitbrengen over de uitgaven en ontvangsten. Zoals bepaald op de ECOFIN-Raad van 2 juni 2004, mogen begrotingsstatistieken niet kwetsbaar zijn voor politieke en electorale cycli.



## 2.6 ONTWIKKELINGEN INZAKE WISSELKOERSEN EN BETALINGSBALANSEN

### AANHOUDENDE APPRECIATIE VAN DE EURO TEGEN DE ACHTERGROND VAN EEN ALGEMENE VERZWAKKING VAN DE AMERIKAANSE DOLLAR

Op de valutamarkten waren de bewegingen in de voornaamste bilaterale wisselkoersen van de euro tijdens de eerste negen maanden van 2004 bescheiden, in het bijzonder wanneer ze worden vergeleken met de uitgesproken appreciatie van de euro tijdens de twee voorgaande jaren. Daarna steeg de euro sterk in waarde, vooral ten opzichte van de Amerikaanse dollar. Eind 2004 bevond de effectieve wisselkoers van de euro zich iets boven zijn peil van het begin van het jaar, een gevolg van de aanmerkelijke appreciatie ten opzichte van de Amerikaanse dollar, de Aziatische munten die gekoppeld zijn aan de Amerikaanse munt en, in mindere mate, de Japanse yen. Dit werd ten dele gecompenseerd door de waardevermindering van de euro ten opzichte van de munten van enkele kleinere handelspartners van het eurogebied (de Zwitserse frank, de Noorse kroon en de Koreaanse won), alsook ten opzichte van de munten van verschillende nieuwe EU-lidstaten.

Op een meer gedetailleerd niveau maakte de euro – na een afvlakking van zijn appreciatie in januari en februari 2004 – zijn eerdere koerswinsten gedeeltelijk ongedaan tegen de achtergrond van een verbetering van de wereldwijde economische vooruitzichten en een verschuiving in de marktpercepties ten aanzien van de fundamentele krachten die de wisselkoersen aansturen. Op dat ogenblik waren er steeds meer tekenen die erop wezen dat de opleving voet aan wal kreeg in de Verenigde Staten en Japan, terwijl de vooruitzichten voor het eurogebied minder gunstig bleven. Mede hierdoor wendde de markt haar aandacht af van het grote en aanhoudende tekort op de lopende rekening van de Verenigde Staten, en richtte zij zich op verwachtingen omtrent hogere rendementen in de Verenigde Staten, waardoor de Amerikaanse munt werd ondersteund. Tussen mei en medio oktober 2004 steeg de euro licht in waarde, in de pas met de geleidelijk verbeterende vooruit-

zichten voor de economie van het eurogebied naarmate er zich voorzichtige tekenen voordeden dat de economische expansie zich uitbreidde van de uitvoersector naar de binnenlandse vraag. Tegelijkertijd leek de bezorgdheid van de markt omtrent de vooruitzichten voor de wereldwijde groei – die vooral in de hand werd gewerkt door de internationale politieke onzekerheid en de sterke stijging van de oliepijzen – opnieuw enige neerwaartse druk te gaan uitoefenen op de Amerikaanse dollar en de Japanse yen. De beslissingen door het Federal Open Market Committee (FOMC) om de rente te verhogen, waren reeds door de financiële markten ingecalculeerd en hadden geen uitwerking op de wisselkoersontwikkelingen. Vanaf medio oktober steeg de euro echter fors in waarde ten opzichte van de Amerikaanse munt, evenals ten opzichte van verschillende Aziatische munten, als gevolg van hun formele of informele koppeling aan de dollar. Een en ander gebeurde tegen de achtergrond van een algemene verzwakking van de Amerikaanse munt in het laatste kwartaal van 2004. Tijdens dat kwartaal bereikte de Amerikaanse dollar het laagste niveau in jaren ten opzichte van de euro, het Engelse pond en de Japanse yen.

Eind 2004 bevond de euro zich in nominaal-effectieve termen – afgemeten aan de valuta's van 23 belangrijke handelspartners van het eurogebied – 2,3% boven het peil dat aan het begin van het jaar werd opgetekend. Deze algemene waardevermeerdering in 2004 verhult echter de onderling compenserende bewegingen van de euro ten opzichte van een aantal partnermunten die zijn opgenomen in de effectieve wisselkoersindex. Zo steeg de euro fors ten opzichte van de Amerikaanse dollar, alsook ten opzichte van de Chinese renminbi en de Hongkongse dollar, die beide gekoppeld zijn aan de Amerikaanse valuta. Op 31 december 2004 stond de euro op USD 1,36, wat ongeveer 8,2% hoger is dan aan het begin van het jaar. Tijdens dezelfde periode steeg de euro tevens in waarde ten opzichte van de Japanse yen (met 3,7%) en tegen het einde van het jaar noteerde hij op JPY 139,7, wat een appreciatie van de Japanse yen tegenover de Amerikaanse dollar

met meer dan 4% inhiel. Ten opzichte van het Engelse pond stond de euro omstreeks het einde van het jaar op GBP 0,71, ongewijzigd ten opzichte van zijn niveau op 2 januari 2004.

Terzelfder tijd daalde de euro ietwat in waarde ten opzichte van de Zwitserse frank, de Noorse kroon, en in grotere mate, ten opzichte van de Koreaanse won (met 6,3%). Hij daalde ook in waarde ten opzichte van de valuta's van verschillende nieuwe EU-lidstaten: de Tsjechische kroon, de Hongaarse forint, de Poolse zloty en de Slowaakse kroon (zie ook Paragraaf 3). Het Cyprische pond vermeerde eveneens licht in waarde, terwijl de Letlandse lats – die gedeeltelijk gekoppeld was aan de Amerikaanse dollar – ten opzichte van de euro verzwakte. Op 1 januari is de Letlandse lats echter aan de euro gekoppeld tegen een koers van LVL 0,702804, en sindsdien wordt hij zo goed als tegen de koppelingskoers verhandeld. De Maltese lira bleef in 2004 relatief stabiel tegenover de euro als gevolg van het overheersende gewicht van de euro in de valutamand die aan de koppeling van de lira ten grondslag ligt.

In het ERM II werd de Deense kroon dicht bij haar spilkoers verhandeld, terwijl de valuta's die op 28 juni 2004 tot het ERM II zijn toegetreden (de Estlandse kroon, de Litouwse litas en de Sloveense tolar) ofwel binnen een zeer smalle band schommelden, ofwel ongewijzigd bleven ten opzichte van hun spilkoers tegenover de euro.

In de eerste twee maanden van 2005 verloor de euro terrein ten opzichte van de meeste belangrijke valuta's, met name ten opzichte van de Amerikaanse dollar. De ontwikkelingen inzake de wisselkoersen van de euro gedurende deze periode werden beïnvloed door tekenen van een robuuste economische activiteit in de Verenigde Staten, terwijl de bezorgdheid van de markten omtrent het Amerikaanse tekort op de lopende rekening enigszins leek te zijn weggeëbd. Op 24 februari 2005 bevond de nominaal-effectieve wisselkoers van de euro zich circa 1,4% onder zijn niveau van het begin van het jaar. De depreciatie weerspiegelde een verzwakking tegenover



de Amerikaanse dollar, de Chinese renminbi en, in mindere mate, tegenover het Engelse pond, die alle een relatief groot gewicht hebben in de op basis van handelsstromen gewogen euro-koersindex.

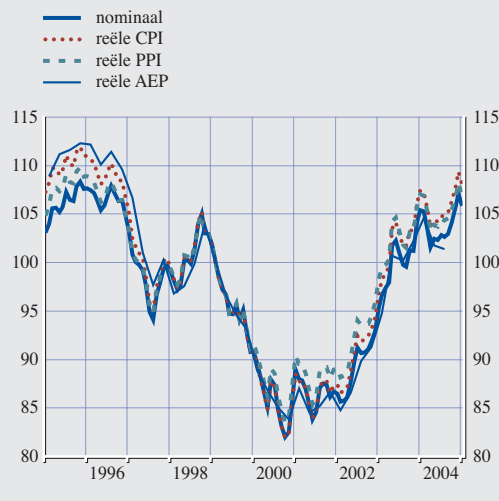
De reële effectieve wisselkoers van de euro – gebaseerd op de prijs- en kostenindices – bleef ook in 2004 oplopen, in overeenstemming met de stijging van de nominaal-effectieve wisselkoers (zie Grafiek 29). In het vierde kwartaal van 2004 bevonden de reële effectieve wisselkoersindices van de euro zich ruimschoots boven hun niveau van het eerste kwartaal van 1999, en lagen ook de metingen gebaseerd op het verloop van de consumenten- en producentenprijzen vrij dicht in de buurt van de recordniveaus van de afgelopen tien jaar.

#### **LICHTE STIJGING VAN HET OVERSCHOT OP DE LOPENDE REKENING IN 2004**

Het overschot op de lopende rekening van het eurogebied liep op van €22,2 miljard in 2003 (d.w.z. 0,3% bbp) tot €40,2 miljard in 2004 (circa 0,5% bbp). Deze toename was grotendeels het gevolg van een daling van de tekorten op de inkomens- en overdrachtenrekeningen in combinatie met een lichte stijging van het overschot op de dienstenrekening (zie Grafiek 30). Het overschot op de goederenrekening bleef

### Grafiek 29 Nominale en reële effectieve wisselkoersen van de euro <sup>1)</sup>

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

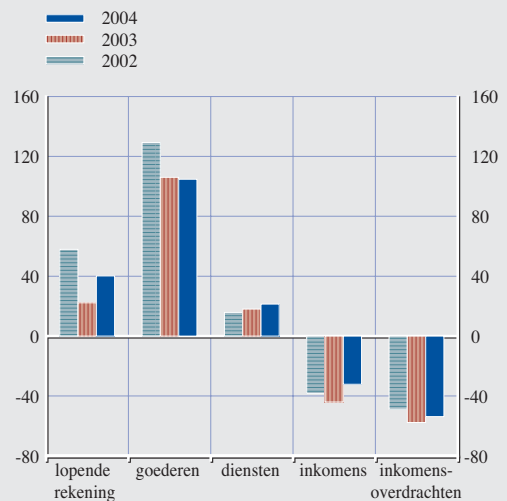


Bron: ECB.

1) Een stijging van de EWK-index duidt op een appreciatie van de euro. De laatste waarnemingen voor maandgegevens hebben betrekking op december 2004. Wat betreft de op AEP gebaseerde reële EWK-index, heeft de meest recente informatie betrekking op het derde kwartaal van 2004; ze is deels gebaseerd op ramingen.

### Grafiek 30 Saldo op de lopende rekening en componenten daarvan

(EUR miljard; seizoengezuiverde gegevens)



Bron: ECB.

algemeen beschouwd ongewijzigd, aangezien de uitvoer en de invoer van goederen – uitgedrukt in waarde – met een vergelijkbaar bedrag stegen.

In de loop van 2004 was het seizoengezuiverde twaalfmaands overschot op de goederenrekening echter onderhevig aan twee belangrijke bewegingen. In de eerste helft van het jaar liet het een stijging optekenen (van €106 miljard in december 2003 tot meer dan €125 miljard in juni 2004), vooral als gevolg van de krachtige uitvoer in deze periode. Vervolgens daalde het echter tot een niveau dicht in de buurt van dat van eind 2003, naar aanleiding van de levendige invoer in het tweede en derde kwartaal van 2004 en de verzwakking van de uitvoer in de tweede helft van het jaar. De verkleining van het tekort op de inkomensrekening, van haar kant, was vooral een gevolg van een aanmerkelijke toename van de inkomensontvangsten, die veel sneller stegen dan de inkomensbetalingen. Het accres van de inkomensontvangsten heeft blijk-

baar grotendeels te maken met de gunstige ontwikkelingen inzake beleggingsrendementen als gevolg van de forse groei van de wereldeconomie, waardoor de negatieve weerslag van de hogere euro ruimschoots werd gecompenseerd (aangezien door een appreciatie van de euro de in euro gemeten waarde van de in vreemde valuta luidende ontvangsten op de inkomensrekening vermindert).

Een duidelijker inzicht in het verloop van de goederenuitvoer en -invoer kan worden verkregen door, op basis van de statistieken van de buitenlandse handel van Eurostat, de waarde op te splitsen in prijzen en volumes (de beschikbare statistieken hebben betrekking op de periode tot en met oktober 2004). Een dergelijke uitsplitsing toont aan dat de tijdens de eerste helft van het jaar opgetekende forse stijging van de uitvoerwaarde voornamelijk toe te schrijven was aan de krachtige groei van de uitvoervolumes, terwijl de uitvoerprijzen gematigd bleven. Bijgevolg werd het negatieve effect

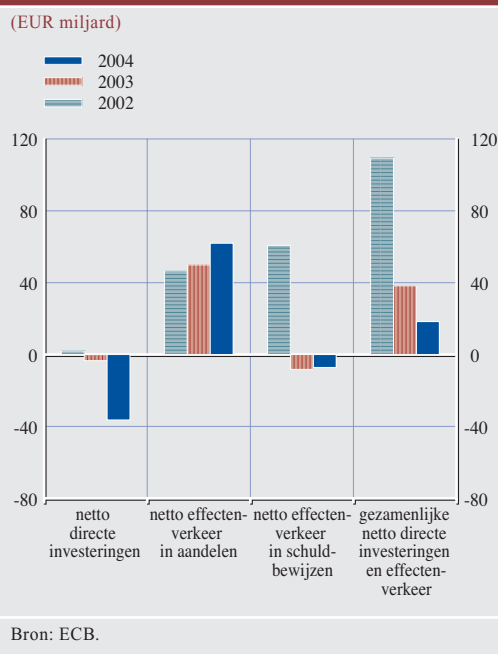
van de appreciatie van de euro op de uitvoervolumes van het eurogebied blijkt ruimschoots geneutraliseerd door de sterke groei van de buitenlandse vraag tijdens de eerste helft van 2004. Wat de geografische bestemmingen betreft, groeiden de uitvoervolumes naar Azië en de nieuwe EU-lidstaten bijzonder snel over deze periode. Hoewel de uitvoerprijzen ondere enige opwaartse druk kwamen als gevolg van de uit de hogere olieprijs resulterende toenemende kosten, is het mogelijk dat dit voor een deel werd opgevangen door een aantal verlagingen van de winstmarges aangezien de exporteurs het uit de appreciatie van de euro voortvloeiende verlies aan prijsconcurrentievermogen deels trachtten te compenseren. De verzwakking van de uitvoer van het eurogebied in de tweede helft van het jaar was blijkbaar grotendeels het resultaat van de verzwakking van de uitvoer naar Azië en naar de nieuwe EU-lidstaten, hoewel ook de uitvoer naar de Verenigde Staten aanzienlijk verzwakte. De toename van de goederenimport naar waarde, die plaatsvond in het tweede en derde kwartaal van 2004, weerspiegelde stijgingen van zowel prijzen als volumes. De stijging van de importprijzen was voor het grootste deel het gevolg van de hogere olieprijs. De vermeerdering van de importvolumes kan ten dele worden toegeschreven aan de opleving van de binnenlandse vraag in het eurogebied, vooral wat de bestedingscategorieën met een hoog invoergehalte betreft.

### NETTO KAPITAALINVOER UIT HOOFDE VAN ZOWEL DE DIRECTE INVESTERINGEN ALS HET EFFECTENVERKEER IN 2004

In de financiële rekening lieten de directe investeringen en het effectenverkeer samen in 2004 een netto kapitaalimport van €18,3 miljard optekenen, tegen een netto-import van €38,3 miljard in 2003. Dit lagere niveau van de netto financiële stromen naar het eurogebied was in de eerste plaats een gevolg van de toegenomen netto kapitaalimport uit hoofde van directe investeringen (zie Grafiek 31).

De ontwikkelingen inzake directe investeringen kunnen hoofdzakelijk worden verklaard door de geleidelijke afname van de kapitaalimport uit

**Grafiek 31 Saldo op de financiële rekening en componenten daarvan**



hoofde van de buitenlandse directe investeringen in het eurogebied, voornamelijk als gevolg van het feit dat de directe investeringen in het aandelenvermogen van het eurogebied door niet-ingezetenen nauwelijks een derde bedroegen van het cijfer dat het jaar voordien werd genoteerd. Deze achteruitgang was groter dan de daling van de directe investeringen van het eurogebied in het buitenland in de vorm van aandelenvermogen, en kan deels een gevolg zijn van het feit dat er voor 2004 werd uitgegaan dat de mondiale economie fors zou groeien dan de economie van het eurogebied.

De stijging van de netto kapitaalimport uit hoofde van het effectenverkeer was in hoofdzaak het resultaat van de toegenomen netto-aankopen, door niet-ingezetenen, van aandelen van het eurogebied. Uit marktenquêtegegevens blijkt een hernieuwde belangstelling van buitenlandse beleggers voor aandelen van het eurogebied. Ook het feit dat de aandelen van het eurogebied in relatieve termen als gunstig geprijsd werden beschouwd, samen met de verwachtingen ten aanzien van een appreciatie van

de euro in de loop van 2004, werkten deze ontwikkeling in de hand.

Wat de schuldbewijzen betreft, waren de grensoverschrijdende stromen in 2003 en 2004 van een vergelijkbare orde van grootte, en bedroegen zij circa €200 miljard zowel aan de actiefzijde als aan de passiefzijde. Aan de passiefzijde heeft het lage peil van de korte rentes in het eurogebied de buitenlandse beleggingen in geldmarktinstrumenten van het eurogebied niet ontmoedigd, en belegden niet-ingezetenen in 2004 bijna uitsluitend in obligaties en notes van het eurogebied. Aan de actiefzijde verdeelden de investeerders van het eurogebied hun internationale portefeuille voor ongeveer 75% over schuldbewijzen in obligaties en notes en voor 25% over geldmarktinstrumenten. Deze verdeling impliceert dat de ingezetenen van het eurogebied in 2004, vergeleken met 2003, een kleiner gewicht toekenden aan internationale obligaties en notes. Mogelijkerwijs had dit te maken met de vrees voor eventueel kapitaalverlies als gevolg van de verwachte hogere langlopende rente in de Verenigde Staten. De schuldstromen van het eurogebied naar de Verenigde Staten zakten immers van €75 miljard in 2003 naar €29 miljard in de eerste drie kwartalen van 2004.

Op basis van de cumulatieve stromen over de eerste drie kwartalen van 2004 noteerde het eurogebied een netto-uitvoer van buitenlandse directe investeringen ten opzichte van de meeste van zijn voornaamste handelspartners, behalve de Verenigde Staten en Zwitserland. Het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten waren zowel de belangrijkste ontvangers van directe investeringen uit het eurogebied als de belangrijkste investeerders in het eurogebied.

Uit de geografische opsplitsing van het effectenverkeer blijkt dat de aandelenbeleggingen van het eurogebied in het buitenland in de eerste drie kwartalen van 2004 vooral gericht waren op het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten, die van oudsher gelden als de belangrijkste ontvangers van deze categorie van beleggingen. De beleggers van het eurogebied waren tevens grote nettoaanschaffers van Japanse aandelen. De verbetering van de economische vooruitzichten in Japan, vooral aan het begin van 2004, lijkt de beslissingen inzake aandelenbeleggingen door de beleggers van het eurogebied te hebben beïnvloed.



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

#### ECONOMISCHE ACTIVITEIT

De reële bbp-groei in de EU-lidstaten buiten het eurogebied was in 2004 relatief krachtig en lag doorgaans hoger dan het gemiddelde van het eurogebied (zie Tabel 6). De productiegroei was het grootst in de Baltische staten en in Polen, de landen met het laagste bbp per hoofd van de bevolking in de EU. Daartegenover groeide de productie het minst in Denemarken en Malta, hoewel de reële bbp-groei in die landen begon te herstellen in vergelijking met de gematigde groeicijfers in 2003.

De binnenlandse vraag leverde in 2004 de belangrijkste bijdrage tot de reële bbp-groei in vele EU-lidstaten buiten het eurogebied. Voornamelijk de bruto-investeringen in vaste activa waren de stuwende kracht achter de productiegroei. Het toenemende producentenvertrouwen, een hoge benutting van kapitaal en verbeterde vraagvooruitzichten droegen bij tot het herstel van de investeringen in veel van de nieuwe lidstaten, alsook in Denemarken en Zweden. In heel wat nieuwe lidstaten, vooral in de Baltische staten, weerspiegelde de krachtige binnenlandse vraag tevens de aanzienlijke groei van de particuliere consumptie, die werd geschaagd door

een stijging van het reële beschikbare inkomen ten gevolge van forse loonsverhogingen en verbeteringen op de arbeidsmarkt. In het Verenigd Koninkrijk werd de groei van de particuliere consumptie ondersteund door de gunstige arbeidsmarktsituatie en de hogere vermogenswaarde van woningen. In een aantal niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten, vooral in de Baltische staten en Hongarije, werden de bestedingen van de gezinnen ook gesteund door de hoge en, in sommige gevallen, toenemende groei van de kredietverlening aan de particuliere sector. Bovendien werden in de meeste nieuwe lidstaten de consumptieve bestedingen in de eerste helft van 2004 aangewakkerd door verwachtingen omtrent prijsstijgingen die voortvloeiden uit wijzigingen in de belastingen en in de door de overheid gereguleerde prijzen in samenhang met de toetreding tot de EU. Ten slotte bleef het begrotingsbeleid in sommige landen relatief laks.

Wat de buitenlandse vraag betreft, verschilde de bijdrage van de netto-uitvoer tot de reële bbp-groei sterk tussen de EU-lidstaten buiten het eurogebied. De buitenlandse vraag ondersteunde in belangrijke mate de productiegroei in

**Tabel 6 Reële bbp-groei in de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten en het eurogebied**

(mutaties in procenten per jaar)

	2000	2001	2002	2003	2004	2004 kw 1	2004 kw 2	2004 kw 3	2004 kw 4
Tsjechië	3,9	2,6	1,5	3,7	4,0	3,8	3,9	4,2	4,2
Denemarken	2,8	1,6	1,0	0,4	2,0	1,7	2,5	1,8	2,2
Estland	7,8	6,4	7,2	5,1	.	6,8	5,9	6,1	.
Cyprus	5,0	4,1	2,1	2,0	3,7	3,7	4,1	4,0	3,1
Letland	6,9	8,0	6,4	7,5	8,5	8,7	7,7	9,1	8,6
Litouwen	3,9	6,4	6,8	9,7	6,7	7,1	7,3	5,8	6,7
Hongarije	5,2	3,8	3,5	3,0	4,0	4,3	4,2	3,7	3,8
Malta	6,4	-1,7	2,2	-1,8	1,5	2,3	-0,5	1,9	2,3
Polen	4,0	1,0	1,4	3,8	5,3	6,9	6,1	4,8	3,9
Slovenië	3,9	2,7	3,3	2,5	4,6	4,1	4,9	5,0	4,3
Slowakije	2,0	3,8	4,6	4,5	5,5	5,4	5,5	5,3	5,8
Zweden	4,3	1,0	2,0	1,5	3,5	3,4	4,0	3,7	2,8
Verenigd Koninkrijk	3,9	2,3	1,8	2,2	3,1	2,8	3,5	3,1	2,9
EU-10 <sup>1)</sup>	4,2	2,7	2,6	3,9	4,8	5,4	5,1	4,6	4,3
EU-13 <sup>2)</sup>	3,9	2,2	1,9	2,3	3,3	3,2	3,7	3,3	3,0
Eurogebied	3,5	1,6	0,9	0,5	2,0	2,0	2,5	1,7	1,8

Bron: Eurostat.

Toelichting: De kwartaalcijfers zijn seizoengezuiverd voor Tsjechië en gezuiverd voor seizoeninvloeden en werkdagen voor het Verenigd Koninkrijk.

1) De EU-10 omvat de 10 nieuwe EU-lidstaten.

2) De EU-13 omvat de 13 niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten.

Polen en Zweden, maar zette een rem op de reële bbp-groei in de meeste nieuwe lidstaten en in het Verenigd Koninkrijk. Desondanks zij zeker opgemerkt dat de uitvoer- en de invoergroei in 2004 relatief stevig bleven, vooral in de nieuwe lidstaten. Het volume van de handel in goederen en diensten werd meer bepaald aangewakkerd door de opheffing van handelsbelemmeringen bij de toetreding tot de EU, door de hogere vraag vanwege de handelspartners en door verdere productiviteitsstijgingen.

Door het herstel van de economische activiteit, de aanzienlijke instroom aan buitenlandse directe investeringen tijdens de laatste jaren en de onafgebroken structurele hervormingen gaf de arbeidsmarktsituatie gedurende heel 2004 in de meeste EU-lidstaten buiten het eurogebied, vooral in de Baltische staten, een geleidelijke verbetering te zien. De werkgelegenheid groeide in de meeste nieuwe lidstaten doorgaans echter veeleer gematigd, wegens eerdere stijgingen van de loonkosten in sommige landen en een structurele mismatch qua kwalificaties tussen het aanbod van en de vraag naar arbeid. In verscheidene landen, vooral in Polen en Slowakije, bleef de werkloosheid zeer hoog. In het Verenigd Koninkrijk was de arbeidsmarkt krapper.

## PRIJSONTWIKKELINGEN

De prijsdynamiek in de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten verschilde in 2004 van land tot land. Denemarken, Litouwen, Zweden en het Verenigd Koninkrijk lieten de laagste HICP-inflatie op jaarbasis optekenen met cijfers rond 1%, dus ruim onder het gemiddelde van het eurogebied. In de meeste nieuwe lidstaten lag de inflatie boven het gemiddelde van het eurogebied. In Letland, Hongarije en Slowakije was de HICP-inflatie op jaarbasis bijna drie-maal hoger dan dat gemiddelde.

De meeste nieuwe lidstaten vertoonden in 2004 een hogere HICP-inflatie dan in 2003 (zie Tabel 7). De inflatie steeg het sterkst in Tsjechië, Letland, Litouwen, Hongarije en Polen. In sommige andere EU-lidstaten buiten het eurogebied liep de gemiddelde inflatie in 2004 echter terug. De grootste dalingen werden vastgesteld in Cyprus en Slovenië. Bovendien verschilde het inflatiepatroon in 2004 van het ene land tot het andere. In een aantal landen nam de inflatie in de eerste helft van 2004 aanzienlijk toe, alvorens ofwel zich te stabiliseren op een hoger peil ofwel geleidelijk te verminderen in de tweede helft van het jaar. In enkele

**Tabel 7 HICP-inflatie in de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten en het eurogebied**

(mutaties in procenten per jaar)

	2000	2001	2002	2003	2004	2004 kw 1	2004 kw 2	2004 kw 3	2004 kw 4
Tsjechië	3,9	4,5	1,4	-0,1	2,6	2,0	2,5	3,0	2,7
Denemarken	2,7	2,3	2,4	2,0	0,9	0,7	0,8	1,0	1,2
Estland	3,9	5,6	3,6	1,4	3,0	0,6	3,2	3,9	4,4
Cyprus	4,9	2,0	2,8	4,0	1,9	1,0	1,2	2,5	2,8
Letland	2,6	2,5	2,0	2,9	6,2	4,3	5,8	7,4	7,2
Litouwen	0,9	1,3	0,4	-1,1	1,1	-1,1	0,5	2,3	3,0
Hongarije	10,0	9,1	5,2	4,7	6,8	6,8	7,4	7,0	5,9
Malta	3,0	2,5	2,6	1,9	2,7	2,5	3,3	3,0	2,2
Polen	10,1	5,3	1,9	0,7	3,6	1,8	3,4	4,7	4,5
Slovenië	8,9	8,6	7,5	5,7	3,6	3,7	3,8	3,6	3,5
Slowakije	12,2	7,2	3,5	8,5	7,4	8,2	8,0	7,2	6,0
Zweden	1,3	2,7	2,0	2,3	1,0	0,6	1,2	1,2	1,1
Verenigd Koninkrijk	0,8	1,2	1,3	1,4	1,3	1,3	1,4	1,2	1,4
EU-10 <sup>1)</sup>	8,4	5,7	2,6	1,9	4,0	2,9	4,0	4,8	4,4
EU-13 <sup>2)</sup>	3,2	2,7	1,8	1,6	2,1	1,7	2,2	2,3	2,3
Eurogebied	2,1	2,4	2,3	2,1	2,1	1,7	2,3	2,3	2,3

Bron: Eurostat.

1) De EU-10 omvat de 10 nieuwe EU-lidstaten.

2) De EU-13 omvat de 13 niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten.

andere lidstaten bleef de HICP-inflatie echter het hele jaar overwegend stabiel.

De ontwikkelingen van de inflatie in de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten werden deels beïnvloed door enkele gemeenschappelijke factoren, in het bijzonder de forse stijging van de olieprijs in 2004. Het precieze effect van deze factor op de inflatie verschilde evenwel van land tot land, vooral ten gevolge van verschillen in consumptiepatronen, marktstructuren en energie-intensiteit van de productie. Bovendien waren in 2004 in sommige landen de hogere olieprijs misschien nog niet volledig in de inflatie doorberekend. Er ontstond ook enige inflatoire druk door de stevige reële bbp-groei in de meeste landen. Bijgevolg begon ook de loondruk in een aantal landen toe te nemen.

In de nieuwe lidstaten veroorzaakte de toetreding tot de EU eveneens een zekere inflatoire druk. De prijzen voor voedingsmiddelen gingen in de eerste helft van het jaar in de meeste nieuwe lidstaten omhoog doordat die landen werden geïntegreerd in het Gemeenschappelijk Landbouwbeleid en de resterende sectorale handelsbelemmeringen werden afgeschaft. Gelet op het relatief grote aandeel van de prijzen voor voedingsmiddelen in hun HICP-consumptiepakket, had dit in de meeste nieuwe lidstaten een merkbaar effect op de HICP-inflatie. Bovendien werden in enkele nieuwe lidstaten de indirecte belastingen en de accijnzen verhoogd teneinde ze meer in overeenstemming te brengen met die in de EU. Het vooruitzicht op prijsstijgingen tweegebracht door belastingen na de toetreding tot de EU leidde begin 2004 tot een hogere vraag, en veroorzaakte daardoor ook meer inflatie. In de tweede helft van 2004, echter, begon de invloed daarvan in een aantal landen geleidelijk om te keren. Bovendien werden de door de overheid gereguleerde prijzen in bepaalde nieuwe lidstaten aanzienlijk verhoogd opdat enkele overheidsbedrijven zich volledig zouden aanpassen om kostendekkend te produceren.



Ook de ontwikkelingen van de nominale effectieve wisselkoers en de vertraagde doorwerking ervan in de invoerprijzen beïnvloedden in 2004 het verloop van de inflatie. In een aantal landen, vooral in Tsjechië, Hongarije en Slowakije, hadden de ontwikkelingen van de effectieve wisselkoers een temperend effect op de inflatie, terwijl die invloed in andere lidstaten, zoals Letland, de inflatoire druk in de hand werkte. In Polen droegen de vertraagde gevolgen van de wisselkoersontwikkelingen in de eerste helft van 2004 bij tot een stijging van de HICP-inflatie, maar hun effect sloeg in de tweede helft van het jaar om.

#### **BEGROTINGSBELEID**

Drie EU-lidstaten buiten het eurogebied (Estland, Denemarken en Zweden) vertoonden in 2004 een begrotingsoverschot en tien landen een begrotingstekort. Zoals uiteengezet in de beslissingen van de Ecofin-Raad van 5 juli 2004 hadden zes landen (Tsjechië, Cyprus, Hongarije, Malta, Polen en Slowakije) te kampen met een buitensporig tekort. In de beslissingen van de Raad wordt al deze landen, behalve Cyprus, toegestaan die buitensporige tekorten op middellange termijn te corrigeren, rekening houdend met bijzondere omstandigheden, omdat (i) het overheidstekort bij de toetreding tot de EU aanzienlijk boven de referentiewaarde lag en (ii) voor Tsjechië, Hongarije, Polen en Slowa-



kijde de structurele overgang naar een moderne, op diensten gerichte markteconomie in het kader van het reële-convergentieproces nog aan de gang was. Het Verenigd Koninkrijk had zowel in 2003 als in 2004 af te rekenen met een tekort boven de referentiewaarde van 3%. Het grote aantal landen met een nog steeds buitensporig tekort, wijst op een persistente behoefte aan een sterker politiek engagement om structurele hervormingen ten uitvoer te leggen en de begroting te saneren.

De saldi op de overheidsbegroting verbeterden in 2004 in tien van de 13 EU-lidstaten buiten het eurogebied, terwijl ze in de overige drie landen verslechterden (zie Tabel 8). De verbetering kan hoofdzakelijk worden verklaard door tijdelijke factoren alsook door het positieve effect van de economische conjunctuur. In Tsjechië en Malta, de landen waar het begrotingssaldo het sterkst verbeterde, sorteerden tijdelijke factoren in 2003 forse tekortverhogende effecten.

In 2004 bleef de schuldquote in de meeste EU-lidstaten buiten het eurogebied ruim onder de gemiddelde quote in het eurogebied. De schuldquoten liepen terug in zes van de 13 EU-lid-

staten buiten het eurogebied, in overeenstemming met de verbeterde saldi op hun overheidsbegroting. In de overige landen weerspiegelde de stijging van de schuldquote vooral de geringe primaire overschotten alsook de schuldverhogende tekort-schuldaanpassingen, dat zijn veranderingen in de overheidsschuld waarvoor het tekort/overschot geen verklaring biedt. Enkel Cyprus en Malta lieten nog een schuldquote boven de referentiewaarde van 60% bbp optekenen.

In de meeste landen waren de begrotingsresultaten in 2004 hetzij in overeenstemming met, hetzij beter dan de doelstellingen van de in mei 2004 ingediende convergentieprogramma's. In verscheidene landen waren de inkomsten groter dan verwacht. De uitgaven bleven doorgaans in de buurt van de geplande bestedingen. Hongarije leek aanzienlijk af te wijken van de doelstellingen van het convergentieprogramma van mei 2004. Voorts gebruikten sommige overheden (bv. in Estland en Litouwen) in 2004 een deel van hun hogere inkomsten om extra bestedingen te financieren en niet om het begrotingssaldo te verbeteren.

**Tabel 8 Begrotingsposities in de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten en het eurogebied**

(procenten bbp)

	Overschot (+) / tekort (-) van de gezamenlijke overheid				Brutoschuld van de gezamenlijke overheid			
	2001	2002	2003	2004	2001	2002	2003	2004
Tsjechië	-6,2	-6,8	-11,7	-3,0	27,2	30,7	38,3	37,4
Denemarken	2,9	1,7	1,2	2,8	47,8	47,2	44,7	42,7
Estland	0,3	1,4	2,9	1,8	4,4	5,3	5,3	4,9
Cyprus	-2,3	-4,5	-6,3	-4,5	61,9	65,2	69,8	71,9
Letland	-2,1	-2,9	-1,5	-0,8	14,9	14,1	14,4	14,4
Litouwen	-2,0	-1,5	-1,9	-2,5	22,9	22,4	21,4	19,7
Hongarije	-3,7	-8,5	-6,2	-4,7	52,2	55,5	56,9	57,6
Malta	-6,4	-5,9	-10,5	-5,2	62,4	62,7	71,8	75,0
Polen	-3,9	-3,6	-4,5	-4,8	36,7	41,2	45,4	43,6
Slovenië	-3,3	-2,4	-2,0	-1,9	28,1	29,5	29,4	29,4
Slowakije	-6,0	-6,0	-3,7	-3,3	48,7	43,3	42,6	43,6
Zweden	2,5	-0,3	0,2	1,4	54,3	52,4	52,0	51,2
Verenigd Koninkrijk <sup>1)</sup>	0,7	-1,7	-3,4	-3,2	38,8	38,3	39,7	41,6
EU-10 <sup>2)</sup>	-4,2	-4,9	-5,7	-3,9	37,3	40,1	43,5	42,7
EU-13 <sup>3)</sup>	0,2	-1,9	-3,1	-2,4	40,9	40,9	42,1	42,9
Eurogebied	-1,8	-2,5	-2,8	-2,7	69,6	69,5	70,8	71,3

Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

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

1) De EU-10 omvat de 10 nieuwe EU-lidstaten.

2) De EU-13 omvat de 13 niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten.

## BETALINGSBALANSONTWIKKELINGEN

Wat de externe saldi betreft, bleef het overschot op de lopende rekening van Zweden en Denemarken in 2004 aanzienlijk, terwijl het Verenigd Koninkrijk en de meeste nieuwe lidstaten te kampen hadden met een – in sommige landen groot – tekort op de lopende rekening (zie Tabel 9). De enige uitzondering was Slovenië, waar de lopende rekening traditioneel grotendeels in evenwicht blijft. Zeer omvangrijke tekorten op de lopende rekening – in de buurt van of boven 10% bbp – werden opgetekend in de Baltische staten en in Hongarije, terwijl Slowakije en Polen geringere lopende tekorten te zien gaven, die de afgelopen twee jaar zijn afgenomen ten opzichte van de voorgaande twee jaar.

In veel van de nieuwe lidstaten was de stijging van het tekort op de lopende rekening in 2004 toe te schrijven aan een sterke invoergroei als gevolg van de krachtige binnenlandse vraag en de hoge olieprijs. Ook andere structurele en tijdelijke factoren hebben het saldo op de lopende rekening beïnvloed. Uit structureel oogpunt zijn tekorten op de lopende rekening een normaal kenmerk van economieën die zich in een inhaalproces bevinden, zoals de nieuwe lidstaten. Aangezien die tekorten zouden kun-

nen wijzen op problemen met betrekking tot de houdbaarheid van de externe posities, werden de tekorten op de lopende rekening in vele nieuwe lidstaten tot op zekere hoogte in verband gebracht met een stijging van het tekort op de inkomensrekening, die een weerspiegeling was van inkomstenbetalingen ten gevolge van een eerdere instroom van buitenlandse directe investeringen. Wat de tijdelijke factoren betreft, werden de saldi op de lopende rekening mogelijk beïnvloed door het proces van de toetreding tot de EU zelf, aangezien, bijvoorbeeld, de bedrijven hun voorraden verhoogden in het vooruitzicht van hogere tarieven.

Aan de financieringszijde van de betalingsbalans, werd in 2004 in de meeste nieuwe EU-lidstaten een zeker herstel opgetekend van de netto-instroom van buitenlandse directe investeringen, na een vertraging het jaar voordien (zie Tabel 9). Van deze landen liet enkel Slovenië in 2004 een matige uitstroom van netto buitenlandse directe investeringen optekenen. Van de overige niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten vertoonden Denemarken en Zweden in diezelfde periode een netto-uitstroom van buitenlandse directe investeringen, terwijl in het Verenigd Koninkrijk de netto buitenlandse directe investeringen positief werden na

**Tabel 9 Betalingsbalans van de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten en het eurogebied**

(procenten bbp)

	Lopende rekening plus kapitaalrekening				Netto buitenlandse directe investeringen			
	2001	2002	2003	2004 <sup>1)</sup>	2001	2002	2003	2004 <sup>1)</sup>
Tsjechië	-5,4	-5,7	-6,2	-6,1	9,0	11,2	2,6	2,4
Denemarken	3,1	2,1	3,3	2,8	-1,9	1,0	0,1	-0,6
Estland	-5,6	-9,9	-12,7	-13,3	5,7	2,2	8,3	4,5
Cyprus	-3,3	-4,5	-3,3	-4,8	7,3	5,7	3,7	4,6
Letland	-7,2	-6,5	-7,6	-11,0	1,4	2,7	2,4	3,5
Litouwen	-4,7	-4,8	-6,5	-8,7	3,6	5,0	0,8	3,2
Hongarije	-5,6	-6,9	-9,0	-8,8	6,9	4,2	0,8	3,3
Malta	-4,2	0,5	-5,6	-6,6	6,2	-10,3	5,7	7,3
Polen	-2,8	-2,6	-2,2	-1,6	3,1	2,0	1,9	1,4
Slovenië	0,2	0,7	-1,0	-0,9	1,1	6,8	-0,5	-0,4
Slowakije	-8,0	-7,6	-0,5	-2,6	7,4	16,5	2,2	3,3
Zweden	4,3	5,3	6,4	7,8	2,5	0,4	-4,7	-1,7
Verenigd Koninkrijk	-2,2	-1,7	-1,6	-2,0	-0,3	-0,5	-2,5	0,4
Eurogebied	-0,1	1,0	0,5	0,8	-1,7	0,0	0,0	-0,5

Bron: ECB.

1) De cijfers voor 2004 zijn een vierkwartaals voortschrijdend gemiddelde voor de periode van het vierde kwartaal van 2003 tot het derde kwartaal van 2004, behalve voor Cyprus waarvoor dat gemiddelde geldt voor de periode van het derde kwartaal van 2003 tot het tweede kwartaal van 2004.

een matige uitstroom tijdens de voorgaande jaren. Al met al vormde de netto-instroom van buitenlandse directe investeringen de afgelopen jaren een belangrijke financieringsbron voor een aantal lidstaten buiten het eurogebied, hoewel die instroom in de meeste gevallen niet voldoende was om het tekort op de lopende rekening te compenseren. De netto-instroom van het effectenverkeer en die van de “overige financiële beleggingen” zorgden voor aanvullende financiering. Als gevolg daarvan nam ook de externe schuldenlast van sommige landen toe.

aan het ERM II. Ze traden tot het mechanisme toe met een standaard fluctuatiemarge van  $\pm 15\%$  boven en onder hun spilkoers ten opzichte van de euro, terwijl Estland en Litouwen hun *currency boards* als een eenzijdige verbintenis behielden. Om te garanderen dat hun deelneming aan het ERM II vlot verloopt, hebben die landen nadrukkelijk toegezegd de nodige maatregelen te zullen nemen om de macro-economische en wisselkoersstabiliteit te handhaven. In Kader 10 wordt een overzicht gegeven van de kenmerken van het ERM II.

#### **HET ERM II EN WISSELKOERSAANGELEGENHEDEN**

Op 28 juni 2004 voegden Estland, Litouwen en Slovenië zich bij Denemarken als deelnemers

aan het ERM II. De deelname aan het ERM II ging in geen enkel van de deelnemende landen gepaard met spanningen op de valutamarkten. De vier valuta's in

### **Kader 10**

#### **BELANGRIJKSTE ELEMENTEN VAN HET EXCHANGE RATE MECHANISM II**

Bij de invoering van de euro op 1 januari 1999 nam het Exchange Rate Mechanism II (ERM II) de plaats in van het sinds 1979 van kracht zijnde Europees Monetair Stelsel (en van de component wisselkoersmechanisme van dit stelsel). Het ERM II is een multilateraal stelsel van vaste, maar aanpasbare wisselkoersen met bilaterale spilkoersen tussen de euro en de deelnemende valuta's, en een standaard fluctuatiemarge van  $\pm 15\%$  boven en onder die spilkoersen.

Een deelname aan het ERM II zonder ernstige spanningen gedurende ten minste twee jaar vóór het onderzoek van de economische convergentie is een vereiste om te voldoen aan het wisselkoerscriterium, een van de convergentiecriteria van Maastricht die moeten worden vervuld om de euro te mogen invoeren. De economische reden die ten grondslag ligt aan dit vereiste, is dat het de lidstaten buiten het eurogebied helpt hun beleid te richten op stabiliteit en de vooruitzichten op het bereiken van een duurzame convergentie van de economische fundamentals verbetert.

Dit weerspiegelt de gedachte dat het economische klimaat en het economische beleid van de deelnemende lidstaten moeten stroken met de handhaving van de reeks spilkoersen. Het algemene doel van dit proces bestaat erin de macro-economische stabiliteit in de nieuwe EU-lidstaten te bevorderen en de grootst mogelijke bijdrage te leveren tot een houdbare groei en een reële convergentie. Bovendien werken een degelijk macro-economisch beleid en stabiele wisselkoersen een vlotte werking van de interne markt in de hand.

Volgens de Raad van Bestuur zijn zowel het mechanisme als de voor deelneming vereiste beleidsoriëntatie erop gericht de lidstaten buiten het eurogebied te helpen bij hun inspanningen om de euro in te voeren, rekening houdend met de complexe relatie tussen economische fundamentals en wisselkoersstabiliteit.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Zie ook “Beleidslijn van de Raad van Bestuur van de Europese Centrale Bank inzake wisselkoersaangelegenheden betreffende de toetredende landen”, 18 december 2003.

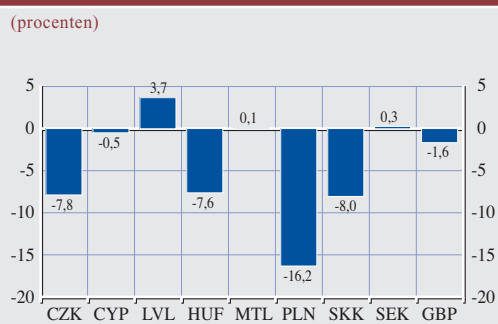
Het mechanisme voorziet in een reeks beleidsinstrumenten die kunnen worden gecombineerd om de druk op de markt aan te pakken: rentemaatregelen, flexibiliteit van de wisselkoers binnen de marge, interventies en mogelijke herschikkingen van de spilkoers.

Uit een operationeel standpunt worden de beslissingen over de spilkoersen en de standaard fluctuatiemarge in onderlinge overeenstemming genomen door de ministers van de afzonderlijke landen van het eurogebied, de ECB en de ministers en centrale-bankpresidenten van de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten die aan het mechanisme deelnemen. De Algemene Raad is verantwoordelijk voor het toezicht op de werking van het ERM II en fungeert als forum voor samenwerking op monetair vlak en inzake de wisselkoersen. Die Raad ziet permanent van zeer nabij toe op de houdbaarheid van de bilaterale wisselkoers van elke deelnemende valuta ten opzichte van het eurogebied en de euro.

het ERM II werden continu verhandeld tegen of rond hun spilkoers, terwijl de korte-rentever schillen ten opzichte van het eurogebied in de meeste landen gering waren (zie Tabel 10). In het licht van de toetreding tot het ERM II maakte de Banka Slovenije vlot een einde aan de geleidelijke trendmatige depreciatie van de Sloveense tolar tegenover de euro.

De meeste valuta's van de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten verstevigden in 2004 ten opzichte van de euro en ook gewogen op basis van handelsstromen stegen ze aanzienlijk in waarde. De verzwakking van de euro was bijzonder uitgesproken tegenover de valuta's van verscheidene grotere nieuwe EU-lidstaten als gevolg van de relatief gunstige groeivoorzichten voor die landen (zie Grafiek 32). De Poolse zloty vertoonde in 2004 de grootste appreciatie ten opzichte van de euro, gevolgd door de Tsjechische kroon, de Slowaakse

**Grafiek 32 Veranderingen in de wisselkoers van de euro ten opzichte van niet tot het ERM II behorende EU-valuta's**



Bron: ECB.  
Toelichting: Een positieve (negatieve) waarde geeft een appreciatie (depreciatie) van de euro weer. De wijzigingen hebben betrekking op de periode van 2 januari 2004 tot 24 februari 2005.

koruna en de Hongaarse forint. Daartegenover depreciëerde de Letlandse lats, waarvan de wisselkoers in 2004 gedeeltelijk aan de Amerikaanse dollar gekoppeld was, ten opzichte van

**Tabel 10 Ontwikkelingen in ERM II**

(in procentpunten)	DKK	EEK	LTL	SIT
<b>Maximale afwijking van de ERM II-spilkoers<sup>1)</sup></b> (tiendaags voortschrijdend gemiddelde van de daggegevens, marktfrequentie)				
Opwaarts	+0,5	0,0	0,0	0,0
Neerwaarts	0,0	0,0	0,0	-0,2
<b>Korte-rentever schil</b> (maandgegevens, gemiddelde)				
Vierde kwartaal van 2004	0,0	0,3	0,5	1,9

1) De referentieperiode voor Estland, Litouwen en Slovenië loopt van 28 juni 2004 tot 24 februari 2005. Voor Denemarken loopt de referentieperiode van 1 november 2002 tot 24 februari 2005.

de euro. Begin 2005 heeft Letland de koppeling van de lats aan de valutamand van het bijzondere trekkingsrecht (SDR) omgezet in een koppeling aan de euro, tegen LVL 0,702804 per euro. Sinds de herkoppeling schommelde de lats binnen een nauwe marge rond de koppelingskoers van deze valuta. De Zweedse kroon, de Maltese lira en het Cyprische pond waren relatief stabiel ten opzichte van de euro. Het Britse pond versterkte begin 2004 enigszins tegenover de euro als gevolg van de gunstige vooruitzichten voor de economie in het Verenigd Koninkrijk en de toenemende rentetarieven. In de tweede helft van het jaar verloor het pond echter terrein ten opzichte van de euro.

#### MONETAIR BELEID

De primaire doelstelling van het monetaire beleid in alle EU-lidstaten buiten het eurogebied is het handhaven van prijsstabiliteit. De monetaire-beleidsstrategieën verschillen sterk van land tot land, wat hun onderlinge nominale, reële en structurele heterogeniteit weerspiegelt (zie Tabel 11). In de loop van 2004 bleven de monetaire-beleidsystemen en de wisselkoersstelsels in de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten grotendeels onveranderd, hoewel enkele verfijningen werden aangebracht aan de monetaire-beleidskaders van verschillende landen, teneinde het monetaire beleid af te stemmen op de toekomstige monetaire integratie. Zo traden Estland, Litouwen en Slovenië op 28 juni 2004 toe tot het ERM II. Bovendien zette de Latvijas Banka in Letland de koppeling van de lats aan het bijzondere trekkingsrecht op 1 januari 2005 om in een koppeling aan de euro.

Met betrekking tot de in 2004 genomen monetaire-beleidsbeslissingen in de landen met een wisselkoersdoelstelling, zij vermeldt dat de Central Bank of Cyprus haar belangrijkste rentetarief met 100 basispunten optrok tot 5,5%, en aldus te kennen gaf het Cyprische pond te willen ondersteunen tegen de achtergrond van geruchten over een devaluatie. Bovendien werd een reserveverplichting van 2% voor deposito's in vreemde valuta ingevoerd. In Letland verhoogde de centrale bank haar voornaamste rentevoet met 100 basispunten tot 4%. Om de risi-

co's in te perken die voortvloeien uit een hoge economische groei, een stevige kredietgroei en een toenemend tekort op de lopende rekening, besloot die centrale bank tevens de reserveverplichting op te trekken van 3% tot 4% en de berekeningsgrondslag voor de minimumreserves uit te breiden met bankverplichtingen aan buitenlandse banken en buitenlandse centrale banken met een vaste looptijd of een opzegtermijn tot en met twee jaar. In Malta bleef de officiële rente gedurende heel 2004 onveranderd op 3%.

Van de EU-lidstaten buiten het eurogebied die een inflatiedoelstelling nastreven, verhoogden Tsjechië en Polen in 2004 de rente teneinde de inflatoire druk in de hand te houden en mogelijke tweede-ronde-effecten van een hogere inflatie te beperken. In Tsjechië werd het voornaamste rentetarief met 50 basispunten verhoogd tot 2,5% – hoewel het in januari 2005 was teruggebracht tot 2,25% – en in Polen werd de voornaamste rente met 125 basispunten opgetrokken tot 6,5%. In het Verenigd Koninkrijk werd de reporente met 100 basispunten verhoogd tot 4,75%, vooral wegens minder gunstige vooruitzichten voor de CPI-inflatie. Daarentegen verlaagde Hongarije, dat een inflatiedoelstelling hanteert in combinatie met een wisselkoersbeperking, de rentetarieven met in totaal 300 basispunten tot 9,5% in 2004 en verder tot 8,25% in februari 2005. De geleidelijke renteverlagingen in de loop van 2004 neutraliseerden de eenmalige verhoging met 300 basispunten die in november 2003 had plaatsgevonden na een plotse verslechtering van het vertrouwen van de investeerders. De kentering werd mogelijk gemaakt door lagere risico-inschattingen op de korte termijn, een verbetering van de inflatievooruitzichten en een relatief gematigde loongroei in de particuliere sector. In Slowakije vormde de appreciatiedruk op de koruna de belangrijkste reden voor de verlaging van de voornaamste rentevoet met in totaal 200 basispunten tot 4%. In Zweden ondersteunde de beperkte inflatoire druk de renteverlaging met 75 basispunten tot 2%.

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

	Monetaire-beleidsstrategieën	Valuta	Kenmerken
Tsjechië	Inflatie doelstelling	Tsjechische kroon	Inflatie doelstelling: 2-4% tegen eind 2005, daarna 3% ±1 procentpunt (p.p.). Wisselkoersstrategie: (geleid) zwevende wisselkoers.
Denemarken	Wisselkoersdoelstelling	Deense kroon	Neemt aan ERM II deel met een fluctuatiemarge van ±2,25% boven en onder de spilkoers van DKK 7,46038 per euro
Estland	Wisselkoersdoelstelling	Estlandse kroon	Neemt aan ERM II deel met een fluctuatiemarge van ±15% boven en onder de spilkoers van EEK 15,6466 per euro. Estland blijft zijn <i>currency board</i> hanteren als een eenzijdige verbintenis.
Cyprus	Wisselkoersdoelstelling	Cyprisch pond	Vaste koppeling aan de euro tegen CYP 0,5853 per euro, met een fluctuatiemarge van ±15%. Het Cyprische pond schommelde de facto binnen een nauwe bandbreedte.
Letland	Wisselkoersdoelstelling	Letlandse lats	Vanaf februari 1994, vaste koppeling aan het SDR (eurogewicht 36,4%) met een fluctuatiemarge van ±1%. Sinds 1 januari 2005, vaste koppeling aan de euro tegen LVL 0,702804 per euro met een fluctuatiemarge van ±1%.
Litouwen	Wisselkoersdoelstelling	Litouwse litas	Neemt aan ERM II deel met een fluctuatiemarge van ±15% boven en onder de spilkoers van LTL 3,4528 per euro. Litouwen blijft zijn <i>currency board</i> hanteren als een eenzijdige verbintenis.
Hongarije	Inflatie doelstelling met een wisselkoersbeperking	Hongaarse forint	Wisselkoersdoelstelling: vaste koppeling aan de euro tegen HUF 282,36 per euro met een fluctuatiemarge van ±15%. Inflatie doelstelling: 3,5% (±1 p.p.) tegen eind 2004, 4% (±1 p.p.) tegen eind 2005 en 3,5% (±1 p.p.) tegen eind 2006.
Malta	Wisselkoersdoelstelling	Maltese lira	Vaste koppeling aan een valutamand bestaande uit de euro (70%), het Britse pond (20%) en de Amerikaanse dollar (10%). Geen fluctuatiemarge maar een handelsmarge van ±0,25% voor valutamarkttransacties.
Polen	Inflatie doelstelling	Poolse zloty	Inflatie doelstelling: 2,5% ±1 p.p. (jaar-op-jaar verandering in CPI) vanaf 2004. Vrij zwevende wisselkoers.
Slovenië	Op twee pijlers berustende strategie met beoordeling van monetaire, reële, externe en financiële indicatoren van de macro-economische situatie	Sloveense tolar	Neemt aan ERM II deel met een fluctuatiemarge van ±15% boven en onder de spilkoers van SIT 239,640 per euro.
Slowakije	Combinatie van inflatie-doelstelling en geleid zwevende wisselkoers <sup>1)</sup>	Slowaakse koruna	Inflatie doelstelling: inflatie doelstelling op korte termijn vastgesteld op 3,5% (±0,5 p.p.) tegen eind 2005. Tijdens de periode 2006-2008 wordt een inflatie van minder dan 2,5% beoogd tegen eind 2006 en minder dan 2% tegen eind 2007 en nadien. Wisselkoersstrategie: geleid zwevende wisselkoers.
Zweden	Inflatie doelstelling	Zweedse kroon	Inflatie doelstelling: 2% stijging van de CPI met een tolerantie marge van ±1 p.p. Vrij zwevende wisselkoers.
Verenigd Koninkrijk	Inflatie doelstelling	Brits pond	Inflatie doelstelling: 2% zoals afgemeten aan de twaalfmaands stijging van de CPI <sup>2)</sup> . Bij een afwijking van meer dan 1 p.p., dient de President van de Bank of England een open brief aan de Minister van Financiën te richten. Vrij zwevende wisselkoers.

Bron: ESCB.

1) De Národná banka Slovenska spreekt officieel van "inflatie doelstelling onder de voorwaarden van het ERM II".

2) De CPI stemt overeen met de HICP.

## FINANCIËLE ONTWIKKELINGEN

In 2004 gaven de rendementen van de langlopende obligaties in de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten een gemengd verloop te zien. De lange rente, zoals afgemeten aan het rendement op de als referentie gehanteerde tienjaars overheidsobligaties, steeg in Cyprus, Tsjechië en Polen, maar begon tegen eind 2004 opnieuw te dalen. Als gevolg daarvan namen de marges van de obligatierendementen ten opzichte van het eurogebied in die landen toe. In Hongarije waren de rendementen op langlopende obligaties in de tweede helft van 2004 relatief volatiel en neerwaarts gericht, terwijl in Letland, Litouwen, Slovenië en Slowakije de lange rente in de loop van 2004 verder terugliep, waardoor het ecart ten opzichte van het eurogebied afnam, vooral in de landen die deelnemen aan het ERM II. In Malta waren de lange rentes stabiel, terwijl ze in Denemarken, Zweden en het Verenigd Koninkrijk gelijklieden met de rente in het eurogebied, zoals blijkt uit de stabiele marges van de obligatierendementen.<sup>5</sup>

De aandelenmarkten in de EU-lidstaten buiten het eurogebied bleven het in 2004 goed doen. Sommige aandelenkoersindices, vooral die van het grootste deel van de nieuwe lidstaten, bereikten het hoogste niveau ooit en lieten jaarlijkse stijgingen tussen 20% en 80% optekenen. De aandelenmarkten in alle nieuwe lidstaten, met uitzondering van Cyprus, overtroffen in aanzienlijke mate de aandelenkoersen in het eurogebied, zoals afgemeten aan de Dow Jones EURO STOXX index. De aandelenmarkten in Denemarken, Zweden en het Verenigd Koninkrijk bleven grotendeels het verloop van de Dow Jones EURO STOXX index volgen, waarbij de eerste twee landen en het Verenigd Koninkrijk respectievelijk iets beter en wat minder goed presteerden dan de referentie voor het eurogebied.

<sup>5</sup> Estland beschikt niet over een ontwikkelde markt voor langlopende obligaties die in de binnenlandse valuta luiden. Een benaderende indicator voor de lange rente in Estland – die gezamenlijk werd uitgewerkt door de Europese Commissie, de ECB en de Eesti Pank en die gebaseerd is op een gewogen gemiddelde van de rentetarieven voor nieuwe in binnenlandse valuta luidende handelssleningen met looptijden van meer dan vijf jaar – vertoonde in 2004 een neerwaartse trend.





**Kunstenaar**

Isa Dahl

**Titel**

"eben still", 2004

**Materiaal**

Olieverf op doek

**Afmetingen**

ø 190 cm

© VG Bild-Kunst, Bonn 2005



**HOOFDSTUK 2**

**CENTRALE-  
BANKTRANSACTIES  
EN -ACTIVITEITEN**

# I MONETAIRE-BELEIDSTRANSACTIES, DEVIEZENTRANSACTIES EN INVESTERINGSACTIVITEITEN

## I.1 MONETAIRE-BELEIDSTRANSACTIES

De belangrijkste operationele taak van het Eurosysteem is de uitvoering van het monetaire beleid. Het operationele kader dat het Eurosysteem daartoe heeft opgezet, bestaat uit drie categorieën van instrumenten: open-markttransacties, permanente faciliteiten en het stelsel van reserveverplichtingen. Alle door het Eurosysteem uitgevoerde krediettransacties moeten worden gedekt door toereikend onderpand dat door de tegenpartijen wordt verschaft.<sup>1</sup> In 2004 zette het Eurosysteem belangrijke stappen in de richting van het opstellen van een enkelvoudige onderpandslijst.

### EEERSTE ERVARINGEN MET HET NIEUWE KADER VOOR DE UITVOERING VAN HET MONETAIRE BELEID

Het operationele kader bleef in 2004 naar behoren werken: het zorgde voor een stabiele korte geldmarktrente en gaf duidelijke signalen omtrent de monetaire-beleidskoers. Om de tenuitvoerlegging van het monetaire beleid verder te verbeteren, werd het kader op 9 maart 2004 op twee belangrijke punten gewijzigd.

- Het aanvangstijdstip van de reserve-aanhoudingsperiodes werd aangepast zodat deze periodes steeds beginnen op de verrekeningsdag van de basis-herfinancieringstransactie (BHT) volgend op de vergadering van de Raad van Bestuur waarin de maandelijkse beslissing over de monetaire-beleidskoers op de agenda staat. Vroeger liepen de reserve-aanhoudingsperiodes van de 24e kalenderdag van een maand tot en met de 23e kalenderdag van de daaropvolgende maand, ongeacht de vergaderagenda van de Raad van Bestuur. Daarenboven worden wijzigingen in de rentetarieven voor de permanente faciliteiten nu in de regel van toepassing op de eerste dag van de nieuwe aanhoudingsperiode. Vroeger werden deze wijzigingen van kracht daags na de vergadering van de Raad van Bestuur.
- De looptijd van de BHT's werd teruggebracht van twee weken tot één week. In com-

binatie met de bovengenoemde veranderingen betekent dit dat de tijdens een reserve-aanhoudingsperiode verrekende BHT's niet langer doorlopen tijdens de volgende reserve-aanhoudingsperiode.

Deze wijzigingen waren bedoeld om de reserve-aanhoudingsperiode af te stemmen op de cyclus van de rentebesluitvorming, zodat veranderingen in de basisrentetarieven van de ECB normaliter pas van kracht worden bij het begin van de volgende reserve-aanhoudingsperiode. De ECB tracht daarmee het ontstaan van verwachtingen ten aanzien van veranderingen in haar basisrentetarieven binnen een zelfde aanhoudingsperiode te verhinderen en zo het inschrijvingsgedrag van de marktdeelnemers met betrekking tot de BHT's te stabiliseren. In het verleden hebben dergelijke verwachtingen af en toe het inschrijvingsgedrag van de tegenpartijen bij de BHT's gedestabiliseerd. Vooral wanneer er verwachtingen bestonden inzake komende renteverlagingen, lagen de inschrijvingen van de tegenpartijen onder het bedrag aan liquiditeiten dat de ECB voornemens was toe te wijzen. Dit zogeheten verschijnsel van te lage inschrijvingen weerspiegelde de pogingen van de tegenpartijen om tegen de laagst mogelijke kosten te voldoen aan hun reserveverplichtingen, dat wil zeggen na een potentiële renteverlaging.

Bovendien werd de communicatie met de tegenpartijen verbeterd. Op de aankondigingsdagen van de BHT's blijft de ECB ramingen publiceren van de autonome liquiditeitsfactoren, die niet onder de rechtstreekse controle van het liquiditeitsbeheer van de ECB vallen, zoals de bankbiljettencirculatie, de overheidsdeposito's en de netto buitenlandse activa. Daarenboven is de ECB gestart met de publicatie van een geactualiseerde raming op de dag van de toewijzing. De ECB maakt tegenwoordig ook zowel op de dag van de aankondiging als op de dag van de

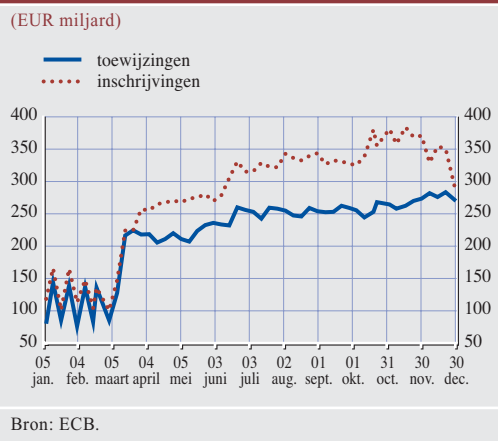
<sup>1</sup> Het operationele kader wordt nader toegelicht in de ECB-publicatie met als titel: "De uitvoering van het monetaire beleid in het eurogebied: Algemene documentatie inzake de monetaire-beleidsinstrumenten en -procedures van het Eurosysteem", februari 2005.

toewijzing de referentietoewijzing bekend. De referentietoewijzing is het toewijzingsbedrag waarmee het bankwezen van het eurogebied als geheel op een soepele wijze aan zijn reserveverplichtingen kan voldoen, gelet op de volledige liquiditeitsprognose van het Eurosysteem, dat wil zeggen met inbegrip van autonome factoren en overreserves. Dankzij deze verbeterde communicatie is het voor de markt expliciet duidelijk of de toewijzingsbesluiten van de ECB bij de BHT's er al dan niet op gericht zijn de liquiditeitsverhoudingen in evenwicht te brengen.

De invoering van de veranderingen aan het kader verliep vlot. De inkorting van de looptijd van de BHT's van twee weken naar een week en het ongedaan maken van de overlapping tussen de transacties leidden tot een onmiddellijke verdubbeling van de omvang van elke BHT. De tegenpartijen pasten hun inschrijvingsgedrag snel aan de sterke stijging van het gemiddelde toewijzingsbedrag aan, hoewel het totale bedrag van de inschrijvingen op de derde BHT met een looptijd van een week €5 miljard onder de referentietoewijzing bleef. Daarna steeg het totale bedrag van de inschrijvingen op BHT's spoedig tot een peil dat stevast boven het bedrag van de toewijzing lag. In november 2004 bereikte het een recordhoogte van ongeveer €384 miljard (zie Grafiek 33). De verhouding tussen inschrijvingen en toewijzingen was over het algemeen behoorlijk en varieert sinds maart 2004 bestendig tussen 1,20 en 1,50. De soepele aanpassing van de inschrijvingsvolumes van de marktdeelnemers wijst er eveneens op dat de kredietinstellingen goed wisten om te gaan met de grotere omzet van onderpand die voortvloeide uit het verkorten van de looptijd van de BHT's.

Sedert de veranderingen aan het kader van kracht werden, zijn de korte-termijnschommelingen in het toewijzingsbedrag kleiner geworden. Van juni 2000 tot maart 2004 beliep de gemiddelde wekelijkse verandering van het toegewezen bedrag €33 miljard, tegen €7 miljard in de periode tussen de invoering van de veranderingen en december 2004. Deze daling kan worden toegeschreven aan het feit dat de looptijd

**Grafiek 33 Inschrijvingen en toewijzingen in de wekelijkse BHT's in 2004**



van de BHT nu altijd overeenstemt met de door de ECB bij de toewijzing beoogde tijdshorizon van de liquiditeit. Mede als gevolg daarvan droeg de vermindering van de korte-termijnschommelingen van het toewijzingsbedrag bij tot een stabilisering van de inschrijvingen van de kredietinstellingen bij de BHT's.

Bij benadering 2.100 kredietinstellingen in het eurogebied komen in aanmerking om deel te nemen aan de BHT's. Het gemiddelde aantal inschrijvers op de BHT's steeg van 266 in 2003 tot 339 in 2004, waarmee de sinds 1999 waargenomen neerwaartse tendens werd omgebogen. In de periode van maart tot december 2004, dat wil zeggen nadat de veranderingen aan het kader waren ingevoerd, beliep het aantal inschrijvers gemiddeld 351. Deze stijging houdt wellicht in de eerste plaats verband met de inkorting van de looptijd van de BHT's van twee weken tot een week, wat betekent dat de banken nu elke week in plaats van om de twee weken een inschrijving moeten indienen om aan hun liquiditeitsbehoeften te voldoen. Het is evenwel mogelijk dat het voor de tegenpartijen dankzij de verhoogde transparantie en de eenvoud van het nieuwe kader gemakkelijker is geworden om hun inschrijvingen voor te bereiden, wat eveneens tot een toename van de inschrijvingen op de tenders kan hebben geleid.

De volatiliteit van de EONIA liep in 2004 al bij al terug. De standaardafwijking van het ecart tussen de EONIA en de minimale inschrijvingsrente op de BHT bedroeg 9 basispunten in 2004, tegen 16 basispunten in 2003 en 13 basispunten in 2002. Na de verrekening van de laatste BHT van bepaalde reserve-aanhoudingsperiodes gaf het ecart evenwel een aanzienlijke volatiliteit te zien. Dit komt doordat de toewijzing van de laatste BHT nu gewoonlijk acht dagen vóór het einde van de reserve-aanhoudingsperiode plaatsvindt, terwijl het tijdstip van de laatste toewijzing vroeger van maand tot maand varieerde, namelijk van acht tot twee dagen vóór het einde van de reserve-aanhoudingsperiode. Hoe dichter de onderliggende prognose bij het einde van de reserve-aanhoudingsperiode ligt, hoe accurater ze is. Als gevolg van de veranderingen aan het kader is de kans derhalve toegenomen dat na de toewijzing van de laatste BHT van een reserve-aanhoudingsperiode aanzienlijke liquiditeitstekorten of -overschotten ontstaan en dus ook dat de daggeldrente vroeger en sterker afwijkt van de minimale inschrijvingsrente dan in het verleden.

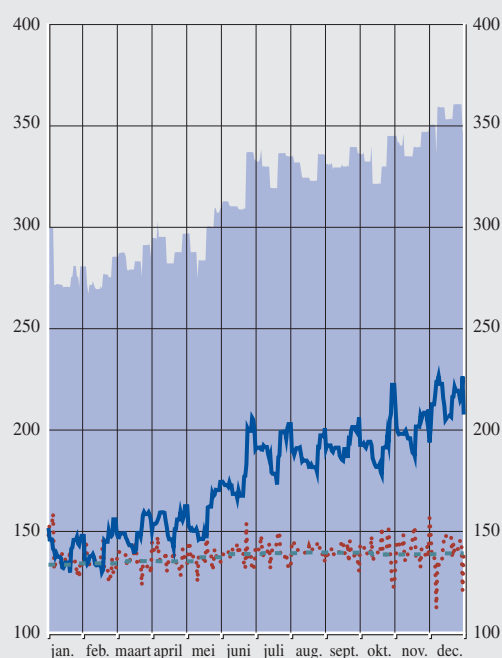
Het verbeterde communicatiebeleid van de ECB kan dit risico tot op zekere hoogte beperken, door het voor de marktdeelnemers iets gemakkelijker te maken een bepaald liquiditeitsoverschot of -tekort op te sporen sedert de laatste BHT-toewijzing van de aanhoudingsperiode. Vooral tijdens het najaar van 2004 bleek echter dat een al te volatiele daggeldrente aan het einde van de aanhoudingsperiode een enigszins versturende invloed kan uitoefenen op de soepele werking van de geldmarkt. Aangezien de ECB streeft naar neutrale liquiditeitsverhoudingen op de daggeldmarkt, reageerde ze op deze ontwikkelingen door op de laatste dag van vijf aanhoudingsperiodes *fine-tuning*-transacties uit te voeren, teneinde de verwachte ongewenste liquiditeitstekorten of -overschotten te compenseren. Deze onevenwichtigheden werden voornamelijk veroorzaakt door wijzigingen in de prognoses van het Eurosysteem met betrekking tot de autonome factoren. Twee transacties waren liquiditeitsverkrappend (11 mei en

**Grafiek 34 Liquiditeitsfactoren en het verloop van de bankbiljettencirculatie in het eurogebied in 2004**

(EUR miljard)

- liquiditeitstekort
- autonome factoren
- ... lopende rekeningen
- - - - - verplichte reserves

**Liquiditeitsfactoren**



**Bankbiljetten**



Bron: ECB.

7 december 2004) en drie transacties waren liquiditeitsverschaffend (8 november 2004, 18 januari en 7 februari 2005). Dankzij deze transacties konden de neutrale liquiditeitsverhoudingen aan het einde van de respectieve aanhoudingsperiodes worden hersteld.

De veranderingen aan het operationele kader hadden ook gevolgen voor de uitvoering van de langerlopende herfinancieringstransacties (LHT's). Om verstoringen in het tijdschema van de LHT's tot een minimum te beperken, werd de technische band tussen de aanhoudingsperiodes en de toewijzingsdagen voor de LHT's verbroken. Vanaf 26 februari 2004 worden de LHT's in de regel toegewezen op de laatste woensdag van de maand (in plaats van de eerste woensdag van de aanhoudingsperiode). In tegenstelling tot de BHT's, worden de LHT's, met een maandelijks frequentie en een looptijd van normaliter drie maanden, niet gebruikt om signalen af te geven omtrent de monetaire-beleidskoers van de Raad van Bestuur. Ze worden uitgevoerd als zuivere variabele-rentetenders met een vooraf aangekondigd toewijzingsvolume. Gemiddeld vertegenwoordigden de LHT's in 2004 ongeveer 23% van de totale nettoliquiditeit verschaft via openmarkttransacties. Rekening houdend met de verwachte grotere liquiditeitsbehoeften van het bankwezen van het eurogebied, werd het toewijzingsbedrag van de LHT's in januari 2004 verhoogd van €20 tot €25 miljard en in januari 2005 van €25 tot €30 miljard.

#### **ONTWIKKELING VAN DE LIQUIDITEITSBEHOEFEN**

Om haar wekelijkse tenders voor te bereiden, peilt de ECB dagelijks de liquiditeitsbehoeften van het bankwezen van het eurogebied, die gedefinieerd worden als de som van de aan de banken opgelegde reserveverplichtingen, de overreserves (door de kredietinstellingen aangehouden gelden bovenop de verplichte reserves) en het saldo van de autonome factoren. De dagelijkse gemiddelde liquiditeitsbehoeften van het bankwezen in het eurogebied bedroegen in 2004 €311,8 miljard, een stijging met 30% ten opzichte van 2003, toen ze uitkwamen op €241,5 miljard (zie het bovenste gedeelte van Grafiek 34).

In 2004 bleven de autonome factoren per saldo sterk groeien: gemiddeld beliepen ze €174,2 miljard tegen €109,3 miljard in 2003. Deze scherpe stijging was bijna uitsluitend toe te schrijven aan de aanhoudend krachtige groei van de bankbiljettenomloop, die in 2004 met bijna 15% op jaarbasis toenam en op 24 december 2004 een recordhoogte van €505 miljard bereikte (zie het onderste gedeelte van Grafiek 34).

De reserveverplichtingen van de kredietinstellingen van het eurogebied bij het Eurosysteem worden berekend door de reserveratio van 2% toe te passen op de reservebasis van de kredietinstellingen. In 2004 vertegenwoordigden de reserveverplichtingen 44% van de totale liquiditeitsbehoefte van het bankwezen van het eurogebied. Het gemiddelde niveau van de totale, door de kredietinstellingen van het eurogebied aangehouden verplichte reserves steeg van €130,9 miljard in 2003 tot €136,5 miljard in 2004, in overeenstemming met de groei van de reservebasis. De gemiddelde, op rekeningen-courant aangehouden tegoeden van de kredietinstellingen boven hun gemiddelde reserveverplichtingen bedroegen €0,6 miljard in 2004, tegen €0,7 miljard in 2003.

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

Om het Eurosysteem te vrijwaren van verliezen, moeten alle krediettransacties van het Eurosysteem gedekt worden door toereikend onderpand. Een breed scala van activa wordt aanvaard als onderpand. Het grootste deel bestaat uit verhandelbare schuldbewijzen, die voldoen aan voor het hele eurogebied geldende beleenbaarheidscriteria en worden aangeduid als activa op "lijst één". "Lijst twee" bestaat uit aanvullende, verhandelbare en niet-verhandelbare activa die van bijzonder belang zijn voor de nationale financiële markten en het nationale bankwezen.

De gemiddelde waarde van de verhandelbare activa die kunnen dienen als onderpand voor de krediettransacties van het Eurosysteem beliep in 2004 €7,7 biljoen, tegen €7,1 biljoen in 2003 (zie Grafiek 35). De verhandelbare activa bestonden hoofdzakelijk uit overheidseffecten

(54%) of door kredietinstellingen uitgegeven, gedekte (waardepapieren van het Pfandbrief-type) en ongedekte obligaties (28%). Bovendien werd een sterke stijging opgetekend van de effecten met activa als onderpand, die eind 2004 goed waren voor 5% van het uitstaande bedrag aan verhandelbaar onderpand. De gemiddelde waarde van de verhandelbare activa die door de tegenpartijen worden gebruikt als onderpand voor de krediettransacties van het Eurosysteem beliep in 2004 €787 miljard, tegen €704 miljard in 2003 (zie Grafiek 36). Ten opzichte van het totale beleenbare bedrag werden verhoudingsgewijs weinig overheidsemissies en bedrijfseffecten gebruikt als onderpand in krediettransacties met het Eurosysteem. Omgekeerd werd overmatig gebruik gemaakt van door kredietinstellingen uitgegeven waardepapieren en effecten met activa als onderpand. Voor informatie over het gebruik van beleenbare activa over de nationale grenzen heen wordt verwezen naar Paragraaf 2 van dit hoofdstuk.

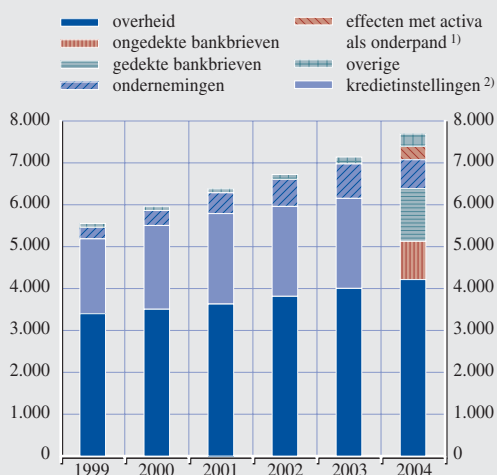
### NAAR EEN ENKELVOUDIGE ONDERPANDSLIJST

Het in het Eurosysteem gehanteerde onderpandstelsel met twee lijsten heeft bijgedragen tot een vlotte werking van het operationele kader van het Eurosysteem tijdens de eerste jaren van zijn bestaan. Tegen de achtergrond van de toenemende integratie van de financiële markten in het eurogebied kan de heterogeniteit van de activa op de tweede lijst van diverse NCB's van het eurogebied echter de gelijkwaardige concurrentievoorwaarden voor de tegenpartijen aantasten en de transparantie van het onderpandskader verminderen. Bovendien neemt de vraag naar onderpand toe, niet het minst omdat het liquiditeitstekort van de banksector in de loop van 2004 groter is geworden. Ook de tendens naar gewaarborgde leningen op de particuliere interbancaire markten heeft de behoeften aan onderpand van de tegenpartijen doen toenemen.

Om een antwoord te bieden op deze problemen, besliste het Eurosysteem om na verloop van tijd een enkelvoudige lijst op te stellen van beleen-

**Grafiek 35 Beleenbaar verhandelbaar onderpand**

(nominaal uitstaand bedrag; EUR miljard)



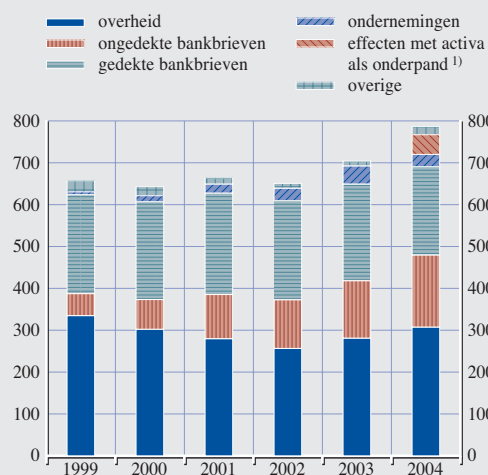
Bron: ECB.

1) Afzonderlijke gegevens voor effecten met activa als onderpand zijn slechts beschikbaar sinds 2004; voordien werden ze gerapporteerd onder ondernemingen.

2) Deze categorie omvat gedekte en ongedekte obligaties uitgegeven door kredietinstellingen.

**Grafiek 36 Gebruik van verhandelbaar onderpand**

(nominaal uitstaand bedrag; EUR miljard)



Bron: ECB.

1) Afzonderlijke gegevens voor effecten met activa als onderpand zijn slechts beschikbaar sinds 2004; voordien werden ze gerapporteerd onder ondernemingen.



baar onderpand voor alle krediettransacties van het Eurosysteem, op basis van de resultaten van een publieke consultatie. Deze enkelvoudige lijst zal stapsgewijs worden ingevoerd en zal uiteindelijk het bestaande systeem met twee lijsten vervangen. De eerste stap in de richting van de enkelvoudige lijst zal worden gezet op 30 mei 2005 en bestaat uit drie elementen:

- De opname in lijst één van nieuwe instrumenten die momenteel niet als onderpand kunnen worden gebruikt, namelijk in euro luidende schuldbewijzen die worden uitgegeven door emittenten gevestigd in niet tot de EER behorende G10-landen (Verenigde Staten, Canada, Japan en Zwitserland).
- Schuldinstrumenten die enkel op niet-gereguleerde markten zijn genoteerd, zullen beleenbaar worden of blijven indien de betrokken niet-gereguleerde markt door het Eurosysteem positief werd beoordeeld op basis van de drie criteria veiligheid, transparantie en toegankelijkheid. Deze criteria zijn ingevoerd om het aantal aanvaardbare markten te verruimen en een vlotte en doelmatige beoordeling van het onderpand in het Eurosysteem te garanderen.
- Een zeer klein aantal verhandelbare schuldinstrumenten zal niet langer als onderpand kunnen worden gebruikt en mettertijd worden afgeschaft. Daarenboven werden aandelen geschrapt als activa van de tweede lijst.

Als tweede stap in de richting van een enkelvoudige onderpandslijst, heeft de Raad van Bestuur er principieel mee ingestemd dat bank-

leningen uit alle landen van het eurogebied worden opgenomen in de enkelvoudige onderpandslijst, net als niet-verhandelbare hypothecaire schuldbewijzen, die momenteel enkel Ierse hypothecaire promessen omvatten. De belangrijkste reden voor het aanvaarden van bankleningen is dat, ondanks het toenemende belang van de kapitaalmarkten, het financiële stelsel van het eurogebied nog steeds in grote mate afhankelijk is van bancaire intermediaat, waarbij bankleningen de meest omvangrijke activacategorie blijven op de balansen van de banken. Door bankleningen te aanvaarden als onderpand bevestigt het Eurosysteem nogmaals dat het de tegenpartijen een ruime toegang wil verschaffen tot het monetaire beleid en de krediettransacties binnen de werkdag.

#### **PROBLEMEN INZAKE RISICOBEEHER**

Het risicobeheer in het kader van de beleidstransacties van het Eurosysteem (monetaire-beleidstransacties of kredietverlening in het kader van het betalingsverkeer) is vooral gericht op het kredietrisico dat het Eurosysteem loopt als het centrale-bankgeld verstrekt aan een tegenpartij, hoewel ook andere soorten van risico's in aanmerking worden genomen.

In 2004 werd de opname van bankleningen in de enkelvoudige onderpandslijst uitvoerig bestudeerd. Aangezien aan uitgevers van bedrijfsleningen vaak geen rating is toegekend, zullen alternatieve bronnen moeten worden gebruikt voor de beoordeling van de kredietwaardigheid van de bankleningen. Hoewel de NCB's die bankleningen reeds als onderpand van de tweede lijst aanvaarden, interne kredietbeoordelingssystemen hebben ontwikkeld, zullen



nieuwe bronnen voor de kredietbeoordeling van bankleningen moeten worden vastgesteld zodra de bankleningen in de enkelvoudige onderpandslijst voor het hele Eurosysteem zijn opgenomen. De ontwikkeling en invoering van een consistent en doelmatig kredietbeoordelingskader in het Eurosysteem voor verhandelbare en vooral niet-verhandelbare activa wordt naar verwachting een belangrijke opdracht voor de komende jaren.

## 1.2 DEVIEZENTRANSACTIES

In 2004 heeft de ECB niet om beleidsredenen geïntervenieerd op de valutamarkt. Haar deviezentransacties hielden uitsluitend verband met investeringsactiviteiten. Voorts verrichtte de ECB geen deviezentransacties in niet tot het eurogebied behorende valuta's die deelnemen aan het ERM II.

In 2004 werd vier keer gebruik gemaakt van de vaste overeenkomst tussen de ECB en het IMF om namens de ECB transacties in bijzondere trekkingsrechten (SDR-special drawing rights) te initiëren met andere houders van bijzondere trekkingsrechten.

## 1.3 INVESTERINGSACTIVITEITEN

### BEHEER VAN EXTERNE RESERVES

De deviezenportefeuille van de ECB bestaat uit overdrachten van externe reserves van de NCB's van het eurogebied en wordt gebruikt voor de financiering van de transacties van de ECB op de valutamarkt. De ECB houdt in de eerste plaats dat gedeelte van de reserves van het Eurosysteem aan dat rechtstreeks en onmiddellijk kan worden gebruikt voor de financiering van valutamarktinterventies en ze kan daarnaast ook een beroep doen op de externe reserves van de NCB's om de inmiddels bestede bedragen opnieuw aan te vullen.

De deviezenportefeuille van de ECB bestaat vooral uit Amerikaanse dollars, maar omvat ook Japanse yen, goud en bijzondere trekkingsrech-

ten. In overeenstemming met de Goudovereenkomst tussen de Centrale Banken van 26 september 1999, die op 8 maart 2004 is vernieuwd, werden de in goud luidende activa in 2004 niet actief beheerd. De waarde van de netto externe reserves van de ECB daalde in 2004 van €38,3 miljard tot €36,3 miljard, voornamelijk wegens de depreciatie van de Amerikaanse dollar ten opzichte van de euro.

Elke NCB van het eurogebied beheert momenteel een gedeelte van zowel de dollar- als de yenportefeuille van de ECB. In 2004 stelde het Eurosysteem die structuur bij om deze doelmatig te houden, voornamelijk met het oog op de toekomstige uitbreiding van het eurogebied. Momenteel wordt de laatste hand gelegd aan het nieuwe stelsel, dat in 2006 zal worden ingevoerd en dat zal leiden tot een specialisatie bij de leden van het Eurosysteem op basis van de valuta waarin de beheerde portefeuille luidt, met inachtneming van het decentralisatiebeginsel.

In de loop van 2004 begonnen de werkzaamheden voor de uitbreiding van het beleggingspectrum tot renteswaps, *currency-hedged instruments* (voor wisselkoersrisico's gedekte instrumenten) en Amerikaanse STRIP's<sup>2</sup>. Bovendien verfijnden kwantitatieve voorspellingsmodellen voor het rendement op overheidsobligaties de analyse van de marktontwikkelingen. Tot slot werd een proefproject ontwikkeld, dat in 2005 zou starten, in verband met een geautomatiseerd programma voor effectenleningstransacties in de in Amerikaanse dollar luidende portefeuille.

### BEHEER VAN HET EIGEN VERMOGEN

De eigen-vermogenportefeuille van de ECB bestaat uit het gestorte aandeel van het geplaatste kapitaal en het algemene reservefonds. De bedoeling van deze portefeuille is de ECB een reserve te verschaffen om eventuele verliezen op te vangen. Het beheer ervan moet

2 STRIP staat voor *Separate Trading of Registered Interest and Principal*. Het is een effect dat ontstaat door het kapitaal van een obligatie af te splitsen van de rentebetalingen in een Amerikaanse overheidsobligatie.

op de lange termijn opbrengsten genereren die de gemiddelde basis-herfinancieringsrente van de ECB overtreffen. In 2004 werden de beleggingsmogelijkheden van de eigen-vermogenportefeuille uitgebreid door toevoeging van de door een aantal nieuwe lidstaten uitgegeven, in euro luidende vastrentende effecten, obligaties van bepaalde regionale overheden in het eurogebied en andere gedekte obligaties.

In 2004 groeide de eigen-vermogenportefeuille van de ECB met €0,3 miljard tot €6,2 miljard. Vooral het gedeelte van het gestorte kapitaal steeg met €63,5 miljoen, als gevolg van de uitbreiding van de EU en veranderingen in de kapitaalsleutel van de ECB.

#### **PROBLEMEN INZAKE RISICOBEEHER**

Bij het beheer van de beleggingsportefeuille (externe reserves en eigen vermogen) is de ECB blootgesteld aan financiële risico's. Om deze risico's te beheersen, legt de ECB een kader vast dat haar voorkeuren inzake krediet, liquiditeit en marktrisico weerspiegelt. Dit kader wordt onder meer ten uitvoer gelegd via een gedetailleerd systeem van limieten. De naleving van deze limieten wordt dagelijks gecontroleerd. Met het oog op de toekomstige uitbreiding van het eurogebied werd in 2004 gewerkt aan de vereenvoudiging van het kader voor het beheersen van het krediet- en het marktrisico.

## 2 BETALINGS- EN EFFECTENAFWIKKELSYSTEMEN

Het Eurosysteem vervult zijn statutaire taak om een goede werking van het betalingsverkeer te bevorderen voor een groot deel door – naast het uitoefenen van zijn toezichtstaak – het aanbieden van faciliteiten voor het afwickelen van betalingen en effectentransacties. Uit hoofde hiervan heeft het Eurosysteem TARGET tot stand gebracht, een Real-time Gross Settlement systeem (Real-time brutoverrekeningsstelsel) voor het verrichten van zeer grote betalingen in euro. TARGET is de afgelopen jaren in een aantal opzichten verbeterd; er wordt thans gewerkt aan een systeem van de tweede generatie, TARGET2. Wat de effectenafwikkelingsystemen betreft bieden het Eurosysteem en de markt verscheidende mogelijkheden om het grensoverschrijdend gebruik van onderpand te vergemakkelijken.

### 2.1 TARGET

Het huidige TARGET-systeem is opgebouwd uit de nationale betalingssystemen van de vijftien landen die ten tijde van de ingebruikneming van TARGET lid waren van de EU, het betalingsmechanisme van de ECB (EPM) en een koppelingsmechanisme dat de verwerking van betalingen tussen de gekoppelde systemen mogelijk maakt. In 2004 heeft TARGET verder bijgedragen aan de integratie van de eurogeldmarkt en, omdat de krediettransacties van het Eurosysteem via TARGET worden verwerkt, heeft het systeem wederom een belangrijke rol gespeeld bij de soepele tenuitvoerlegging van het gemeenschappelijke monetaire beleid. Vanwege de door het systeem geboden real-time verevening in centrale-bankgeld en de brede marktdekking wordt TARGET ook gebruikt voor een verscheidenheid aan andere betalingen.

TARGET heeft in 2004 soepel en goed gefunctioneerd, waarbij de tendens naar de verevening van een toenemend aantal hoogwaardige betalingen in euro is voortgezet, conform de beleidsdoelstelling van het Eurosysteem om verevening in centrale-bankgeld, een uitzonderlijk veilige manier van betalen, te bevorderen. In 2004 werd 88% van de totale omzet aan

hoogwaardige betalingen in euro via TARGET verwerkt. TARGET kan worden gebruikt voor alle overboekingen in euro tussen banken die gevestigd zijn in een lidstaat waarvan de nationale centrale bank direct of indirect gekoppeld is aan TARGET. Dergelijke overboekingen kunnen plaatsvinden tussen banken binnen een lidstaat van de EU (binnenlandse betalingen) en tussen banken in verschillende lidstaten van de EU (grensoverschrijdende betalingen). Volgens het laatste overzicht uit 2004 telde TARGET 10.483 deelnemers. Dit is ongeveer drie keer zo veel als in 2002. Hierin komt vooral de invoering van een nieuwe methodiek voor de definiëring van TARGET-deelnemers tot uiting. In totaal kunnen rond 48.500 instellingen, vooral bijkantoren van deelnemers, via TARGET worden bereikt met behulp van een Bank Identifier Code (BIC).

### DOOR TARGET VERWERKTE TRANSACTIES

TARGET heeft in 2004 gemiddeld 267.234 betalingen per dag verwerkt met een totale waarde van €1.714 miljard per dag. Ten opzichte van 2003 komt dit neer op een toename van 2% qua aantal en 4% qua bedrag.

Van het totale via TARGET in 2004 verwerkte betalingsverkeer namen grensoverschrijdende betalingen qua bedrag 33% en qua aantal 24% voor hun rekening, tegen respectievelijk 33% en 23% in 2003. Van deze grensoverschrijdende betalingen bestond qua bedrag 95% en qua aantal 49% uit bancaire verkeer en de rest uit cliëntenverkeer. Het gemiddelde bedrag van een grensoverschrijdende interbancaire betaling was €17 miljoen, en het gemiddelde bedrag van een grensoverschrijdende cliëntenbetaling €0,8 miljoen. Voor nadere informatie over het betalingsverkeer wordt verwezen naar Tabel 12.

In 2004 bereikte de algehele beschikbaarheid van TARGET, d.w.z. de tijd dat TARGET gedurende de openingsuren door de deelnemers zonder incidenten kon worden gebruikt, een niveau van 99,81%. Gemiddeld werd 95,87% van de grensoverschrijdende betalingen binnen vijf minuten verwerkt. Voor nadere informatie wordt verwezen naar Tabel 13.

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

Aantal	2003	2004	Mutatie (%)
<b>Totaal generaal</b>			
Totaal	66.608.000	69.213.486	4
Daggemiddelde	261.208	267.234	2
<b>Binnenlands</b>			
Totaal	51.354.924	52.368.115	2
Daggemiddelde	201.392	202.193	0
<b>Grensoverschrijdend</b>			
Totaal	15.253.076	16.845.371	10
Daggemiddelde	59.816	65.040	9
<b>Betrag (EUR miljard)</b>			
<b>Totaal generaal</b>			
Totaal	420.749	443.992	6
Daggemiddelde	1.650	1.714	4
<b>Binnenlands</b>			
Totaal	283.871	297.856	5
Daggemiddelde	1.113	1.150	3
<b>Grensoverschrijdend</b>			
Totaal	136.878	146.137	7
Daggemiddelde	537	564	5

Bron: ECB.  
1) 255 werkdagen in 2003 en 259 werkdagen in 2004.

**Tabel 13 Algehele beschikbaarheid van TARGET**

RTGS-systeem	2004 (%)
EPM (ECB)	99,48
ELLIPS (BE)	99,88
KRONOS (DK)	99,85
RTGSplus (DE)	99,37
HERMES euro (GR)	99,80
SLBE (ES)	99,89
TBF (FR)	99,94
IRIS (IE)	99,59
BI-REL (IT)	99,91
LIPS-Gross (LU)	99,97
TOP (NL)	99,98
ARTIS (AT)	99,87
SPGT (PT)	99,86
BOF-RTGS (FI)	99,85
E-RIX (SE)	99,74
CHAPS Euro (UK)	99,95
<b>Algehele beschikbaarheid van TARGET</b>	<b>99,81</b>

Bron: ECB.

In de loop van 2004 is TARGET verder aangepast voor migratie naar het nieuwe *messaging* systeem van SWIFT, SWIFTNet FIN; de migratie is zonder problemen verlopen voor alle onderdelen van TARGET.

#### VOORZIENINGEN BINNEN TARGET VOOR STELSELKRITISCHE BETALINGEN

Als gevolg van de centrale rol die TARGET binnen de markt speelt en de door TARGET geboden brede marktdekking, is het voor een betrouwbare en soepele werking van het systeem van essentieel belang dat een gedegen bescherming wordt geboden tegen een groot aantal bedreigingen. Het is van het allergrootste belang dat stelselkritische betalingen, d.w.z. betalingen die, als ze niet onmiddellijk worden verwerkt, een systeemrisico met zich meebrengen, onverwijld worden uitgevoerd, ook onder uitzonderlijke omstandigheden. Het Eurosysteem heeft noodvoorzieningen getroffen om te waarborgen dat dergelijke betalingen naar behoren worden verwerkt, ook als TARGET zou uitvallen. In 2004 is door middel van een aantal proeven tussen de centrale banken (vaak met inschakeling van commerciële banken) de

goede werking van de noodvoorzieningen van TARGET vastgesteld. De proeven wezen uit dat het Eurosysteem goed in staat is te waarborgen dat de betalingssystemen en de financiële markten in een crisissituatie zonder problemen kunnen blijven functioneren.

#### KOPPELING NIEUWE EU-LIDSTATEN AAN TARGET

In oktober 2002 heeft de Raad van Bestuur besloten dat, na uitbreiding van de EU, het Eurosysteem de Real-Time Gross Settlement (RTGS) systemen van de nationale centrale banken van de nieuwe lidstaten desgevraagd aan TARGET zal koppelen. Gezien de beperkte resterende levensduur van TARGET in zijn huidige vorm en met het oog op kostenbesparingen heeft het Eurosysteem alternatieven ontwikkeld voor volledige integratie, waardoor de RTGS-systemen van de nieuwe lidstaten aan het huidige TARGET-systeem gekoppeld kunnen worden. De voor SORBNETeuro, het in euro werkende RTGS-systeem van Narodowy Bank Polski, gekozen oplossing is koppeling via een nationale centrale bank die reeds deelneemt aan het eurogebied. De koppeling zal in 2005 via de Banca d'Italia tot stand worden gebracht.

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

Het ESCB onderhoudt nauwe betrekkingen met de gebruikers van TARGET om te waarborgen dat aan de wensen van deze gebruikers terdege aandacht wordt geschonken en dat daaraan op passende wijze wordt tegemoetgekomen. Evenals in voorgaande jaren zijn in 2004 geregeld bijeenkomsten gehouden tussen de vijftien aan TARGET gekoppelde nationale centrale banken en de nationale TARGET-gebruikersgroepen. Daarnaast zijn gezamenlijke bijeenkomsten gehouden van de TARGET Management Working Group van het ESCB en de TARGET Working Group van het Europese bankwezen om over operationele onderwerpen met betrekking tot TARGET te spreken. Strategische onderwerpen zijn behandeld in de Contact Group on Euro Payments Strategy, waarin hoge functionarissen van commerciële en centrale banken zitting hebben.

Het Eurosysteem onderhoudt als beheerder van een van de grootste RTGS-systemen ter wereld nauwe contacten met de beheerders van dergelijke systemen in andere muntgebieden. De toenemende gezamenlijke belangen, onder meer als gevolg van de activiteiten in het kader van Continuous Linked Settlement, hebben aanleiding gegeven tot een grotere behoefte aan de gezamenlijke bespreking van operationele aanpakken.

### **2.2 TARGET2**

In december 2004 nam de Raad van Bestuur het door Banca d'Italia, Deutsche Bundesbank en Banque de France gezamenlijk gedane aanbod aan om het gemeenschappelijke platform voor TARGET2 op te zetten en dit namens het Eurosysteem te ontwikkelen en te beheren. Deze beslissing zal leiden tot een fundamenteel nieuwe opzet van de architectuur van TARGET, die thans bestaat uit meerdere met elkaar verbonden RTGS-systemen die door de NCB's en de ECB worden onderhouden. TARGET2 biedt TARGET-gebruikers een hoger niveau van

dienstverlening, en zal het mogelijk maken schaalvoordelen te benutten.

Het belangrijkste voorbereidende werk dat in 2004 is uitgevoerd voor TARGET2 betrof het ontwikkelen van functiespecificaties. Dit werk is uitgevoerd in nauwe samenwerking met TARGET-gebruikers. De Algemene Functiespecificaties (AFS) voor TARGET2, die in juli 2004 door de Raad van Bestuur zijn goedgekeurd, beschrijven in algemene termen de kenmerken en functies van het systeem en de IT-architectuur ervan. TARGET2 biedt veelomvattende liquiditeitsbeheerfuncties die kredietinstellingen in staat zullen stellen hun euroliquiditeit beter te beheren. Zo zal, bijvoorbeeld, een deelnemer die gebruik maakt van verschillende betalings- en effectenafwikkelingsystemen die in centrale-bankgeld verevenen de mogelijkheid hebben alle dergelijke posities te verevenen vanuit één enkele RTGS-rekening in TARGET2. Bovendien biedt TARGET2 voor bij centrale banken van het eurogebied aangehouden RTGS-rekeningen van kredietinstellingen in het eurogebied een faciliteit om intraday liquiditeit te "poolen". Dit zal TARGET2-deelnemers in het eurogebied de mogelijkheid geven om individuele, bij verschillende centrale banken van het eurogebied aangehouden RTGS-rekeningen in één groep onder te brengen en de beschikbare intraday liquiditeit ten behoeve van alle leden van de rekeningengroep samen te voegen. Het Eurosysteem streeft ernaar voor dit doel een robuust juridisch kader op te zetten, hetgeen een essentiële voorwaarde is om deze functie aan te kunnen bieden. TARGET2 zal zijn gebaseerd op een zeer geavanceerd bedrijfscontinuïteitsconcept, dat het in staat zal stellen groot-schalige regionale rampensituaties op te vangen.

Op basis van de AFS stelt het Eurosysteem thans de Gedetailleerde Functiespecificaties van Gebruikers op, waarin de kenmerken en functies van TARGET2 worden beschreven in de mate van gedetailleerdheid die nodig is om met de technische ontwikkeling en implementatie te kunnen beginnen. Zoals ook het geval was bij de AFS, zijn deze Gedetailleerde Functiespecificaties van Gebruikers intensief besproken met TARGET-gebruikers. De verwachting is

dat deze functiespecificaties in april 2005 kunnen worden afgerond.

Het Eurosysteem ontwikkelt thans tevens een tarievenstelsel voor de door TARGET2 aangeboden kerndiensten, dat de huidige verschillen in tarifiering tussen binnenlandse en grensoverschrijdende transacties zal wegnemen. Dit stelsel omvat tevens een optie, die overigens nog door de Raad van Bestuur moet worden goedgekeurd, die het deelnemers mogelijk zou maken te kiezen tussen betaling van uitsluitend een transactietarief of betaling van een lager transactietarief plus een periodiek tarief. Nadere details ten aanzien van het tarievenstelsel voor TARGET2 zullen in 2005 worden gedefinieerd.

Een ander belangrijk werkterrein in 2004 was de ontwikkeling van de governance-structuur voor TARGET2 en, op basis hiervan, van een effectieve projectorganisatie voor de volgende projectfasen (ontwikkeling, testen en migratie). De Raad van Bestuur heeft zijn goedkeuring gehecht aan interne regels met betrekking tot de gemeenschappelijke governance van TARGET2. Deze definiëren de rol en verantwoordelijkheden in het TARGET2-project van respectievelijk de Raad van Bestuur, de volledige groep van centrale banken van het eurogebied en de drie NCB's die het systeem opzetten en beheren. De gekozen governance-structuur en projectorganisatie zullen zowel de effectieve organisatie van het ontwikkelingswerk in de projectfase als een passend niveau van voortdurende betrokkenheid van en controle door alle centrale banken van het eurogebied na het van start gaan van TARGET2 waarborgen.

De ontwikkeling van software en het opzetten van de IT-infrastructuur voor TARGET2 zal in 2005 plaatsvinden. De eerste testactiviteiten bij de centrale banken staan voor begin 2006 op het programma. TARGET-gebruikers zullen in verschillende groepen en op verschillende vooraf vastgestelde tijdstippen naar TARGET2 migreren. Elke groep zal bestaan uit een aantal nationale banksectoren en het migratieproces zal over enkele maanden worden uitgespreid, gedurende welke periode de huidige TARGET-com-



ponenten en het nieuwe systeem naast elkaar zullen bestaan. De gefaseerde migratie zal op zo'n wijze worden georganiseerd dat het projectrisico tot een minimum wordt beperkt. Een andere belangrijke overweging bij het vastleggen van het concrete migratieproces is het tot het uiterste beperken van potentiële overgangsproblemen en van de kosten voor de centrale banken en TARGET-gebruikers. Volgens de planning zal de eerste groep landen naar TARGET2 migreren op 2 januari 2007. Het Eurosysteem zal gedurende alle fasen van het project nauw blijven samenwerken met TARGET-gebruikers en zal regelmatig verslag uitbrengen over de gemaakte vorderingen.

### 2.3 GRENDOERSCHRIJDEND GEBRUIK VAN ONDERPAND

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

Het bedrag aan door het Eurosysteem aangehouden grensoverschrijdend onderpand is geste-

gen van €305 miljard in december 2003 tot €370 miljard in december 2004. Al met al maakte het grensoverschrijdende onderpand per ultimo 2004 43,89% uit van het totale aan het Euro-systeem verstrekte onderpand. Deze cijfers bevestigen de in eerdere jaren waargenomen tendens tot toenemende integratie van de financiële markten in het eurogebied en de groeiende bereidheid van tegenpartijen om activa die in een ander euroland zijn uitgegeven in portefeuille te houden.

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

Het correspondentenmodel voor centrale banken was wederom het belangrijkste instrument voor de grensoverschrijdende overdracht van onderpand. Het model nam 35,37% van het totale aan het Eurosysteem in 2004 verstrekte onderpand voor zijn rekening. De via het correspondentenmodel voor centrale banken in bewaring gehouden activa zijn toegenomen van €259 miljard per ultimo 2003 tot €298 miljard per ultimo 2004.

Als gevolg van in 2003 gemaakte aanpassingen hadden de nationale centrale banken begin 2004 reeds de doelstelling bereikt de interne procedures ten behoeve van het model binnen één uur te verrichten, mits de tegenpartijen (en hun effectenbewaarders) hun instructies op de juiste wijze aanleveren. Het Eurosysteem onderzoekt verdere verbeteringen en alternatieven voor het efficiënte en veilige gebruik van grensoverschrijdend onderpand.

Bewaarnemende banken spelen vaak een belangrijke rol binnen de verwerkingsketen van het correspondentenmodel voor centrale banken, omdat zij het onderpand namens de tegenpartij aanleveren. In januari 2004 zijn voor de bewaarnemende banken die betrokken zijn bij transacties volgens het correspondentenmodel voor centrale banken voorkeursprocedures ingevoerd die door de belangrijkste Europese verenigingen van banken zijn opgesteld. Hiermee wordt gestreefd naar het optimaliseren van de doelmatigheid van het model. Mede dankzij de inspanningen van de marktdeelnemers deze

voorkeursprocedures in te voeren, werd het de nationale centrale banken mogelijk gemaakt de interne procedures ten behoeve van het model binnen één uur te verrichten. Afwijkingen van deze norm kunnen echter onder bepaalde omstandigheden voorkomen, bijvoorbeeld bij piekbelastingen.

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

Effectenafwikkelingsystemen kunnen door middel van contractuele en operationele regelingen worden gekoppeld voor de grensoverschrijdende overdracht van beleenbare effecten tussen die systemen. Als effecten eenmaal via dergelijke koppelingen aan een ander effectenafwikkelingsysteem zijn overgedragen, kunnen zij op basis van de plaatselijke procedures op dezelfde wijze worden gebruikt als binnenlands onderpand. Momenteel zijn voor tegenpartijen 59 koppelingen beschikbaar, waarvan slechts een beperkt aantal actief wordt benut voor overdrachten die verband houden met krediettransacties van het Eurosysteem. Bovendien bestrijken deze koppelingen slechts een deel van het eurogebied. Koppelingen komen in aanmerking voor de krediettransacties van het Eurosysteem wanneer zij voldoen aan de negen gebruikersnormen<sup>3</sup> van het Eurosysteem, die aansluiten bij de behoeften van centrale banken die onderpandmutaties via effectenafwikkelingsystemen afwickelen. Het Eurosysteem beoordeelt nieuwe koppelingen of aanpassingen van goedgekeurde koppelingen op basis van deze normen. In 2004 werden drie bestaande koppelingen aangepast en goedgekeurd.

Het via koppelingen aangehouden onderpand is toegenomen van €46 miljard in december 2003 tot €72 miljard in december 2004, maar maakte slechts 8,5% uit van het totale door het Eurosysteem aangehouden grensoverschrijdende en binnenlandse onderpand.

3 “Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations”, januari 1998.

## 3 BANKBIJETTEN EN MUNTEN

### 3.1 DE OMLOOP VAN BANKBIJETTEN EN MUNTEN

#### VRAAG NAAR EUROBANKBIJETTEN EN -MUNTEN

Na in 2003 op jaarbasis met 22% te zijn toegenomen, is de waarde van de in omloop zijnde eurobankbiljetten in 2004 met 15,0% gestegen, van €436,1 miljard tot €501,3 miljard. Het aantal eurobankbiljetten in omloop is met 6,8% gestegen (tegen 10,1% in 2003), van 9,0 miljard tot 9,7 miljard. In Grafiek 37 wordt voor de periode 2000-2004 de ontwikkeling getoond van de circulatie van de nationale bankbiljetten en de eurobankbiljetten gemeten in waarde, terwijl Grafiek 38 laat zien hoe het aantal eurobankbiljetten in omloop zich ontwikkelt sinds hun invoering.

Vanaf de invoering van de euro is de waarde van de bankbiljetten in omloop sneller gestegen dan hun aantal; hierin komt de buitengewoon sterke toename van het aantal hoge coupures tot uiting. Grafiek 39 toont de bankbiljettenomloop uitgesplitst naar coupure in de periode 2002-2004. In 2004 nam de vraag naar het biljet van €500 het meest toe, met 28,4%. Ook de vraag naar bankbiljetten van €50 en €100 was zeer fors; hun omloop steeg met respectievelijk 12,4% en 13,5%.

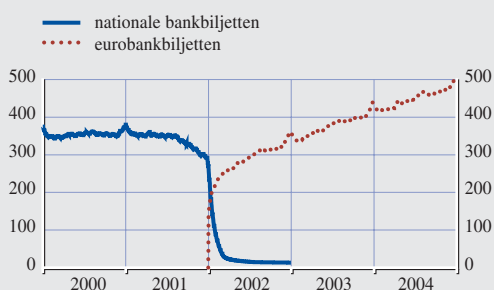
Vanaf de invoering van de chartale euro in 2002 is de totale groei van het aantal biljetten van €5, €10, €20 en €200 in omloop zeer gematigd

geweest, hoewel de ontwikkelingen tussen landen kunnen variëren. Alleen in tijden van seizoengebonden pieken is de vraag sterk gestegen naar bankbiljetten van €10 en €20, omdat deze coupures voornamelijk gebruikt worden voor dagelijkse betalingen. Het biljet van €50 kent zowel een tamelijk forse toename als seizoengebonden schommelingen. De omloop van de biljetten van €5 en €100 kent daarentegen slechts beperkte seizoenschommelingen, terwijl dat van de biljetten van €200 en €500 geen enkel seizoenmatig patroon vertoont. Het is duidelijk dat de vraag naar bankbiljetten voor transactiedoeleinden binnen het eurogebied alleen niet de voortdurende opwaartse tendens van de vraag naar deze coupures verklaart, maar dat ook andere factoren hier een rol moeten spelen. Eén daarvan lijkt de groeiende internationale vraag naar eurobankbiljetten te zijn. Uit recente analyses blijkt dat rond 10-15% van de bankbiljetten in omloop buiten het eurogebied wordt aangehouden. Daarnaast wordt de euro, deels onder invloed van het lage renteniveau, door het publiek gebruikt voor oppotdoeleinden.

In 2004 is de waarde van de muntenomloop (d.w.z. de netto omloop onder aftrek van de door de nationale centrale banken aangehouden voorraden) met 9,1% gestegen, van €14,1 miljard tot €15,3 miljard. Het totale aantal euromunten in omloop nam met 14,8% toe tot 56,2 miljard. Het aantal in omloop zijnde euromun-

**Grafiek 37 Totale waarde van de bankbiljetten in omloop in de periode 2000-2004**

(EUR miljard)



Bron: ECB.

**Grafiek 38 Totaal aantal eurobankbiljetten in omloop in de periode 2002-2004**

(miljard)



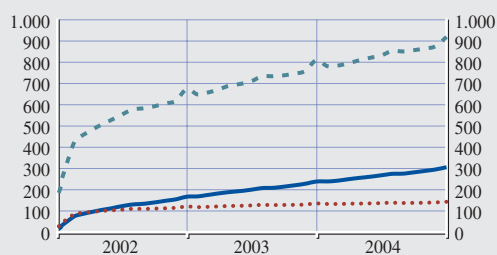
Bron: ECB.



**Grafiek 39 Aantal eurobankbiljetten in omloop in de periode 2002-2004**

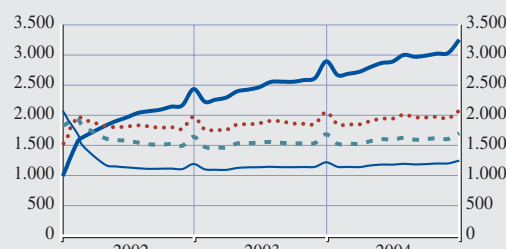
(miljoenen)

— € 500  
 ..... € 200  
 - - - € 100



Bron: ECB.

— € 50  
 ..... € 20  
 - - - € 10  
 — € 5



ten is sinds begin 2003 gestaag toegenomen; op dat moment lag het aantal weer op het oorspronkelijke niveau van 40,4 miljard munten dat bij de invoering van de euro in omloop was gebracht.

### VERWERKING VAN BANKBIJETTEN DOOR HET EUROSISTEEM

De aantallen door de nationale centrale banken in het eurogebied ontvangen en uitgegeven eurobankbiljetten zijn sinds het tweede kwartaal van 2002 tamelijk stabiel gebleven. Schommelingen in de maandcijfers weerspiegelen hoofdzakelijk de gebruikelijke seizoengebonden schommelingen in de vraag naar bankbiljetten.

In 2004 werden in totaal 29,4 miljard bankbiljetten door de nationale centrale banken in de eurolanden verwerkt, vrijwel evenveel als in 2003. Tussen januari en december 2004 werden in totaal 30,4 miljard biljetten uitgegeven en 29,7 miljard teruggestort bij de nationale centrale banken. De omloopsnelheid van bankbiljetten, gemeten als de verhouding tussen de bij de nationale centrale banken afgestorte biljetten en de bankbiljettenomloop, is sinds 2002 relatief stabiel gebleven en kwam in 2004 uit op rond 3,4 keer per jaar. In 2004 werden 3,8 miljard biljetten vernietigd omdat ze niet geschikt waren voor verder gebruik.

### 3.2 ONTWIKKELINGEN MET BETREKKING TOT VALSE EUROBIJETTEN EN HET BESTRIJDEN VAN VALSEMUNTERIJ

#### VALSE EUROBIJETTEN

Na in 2002 en een groot deel van 2003 gestaag te zijn toegenomen, is het percentage vervalste eurobankbiljetten thans relatief stabiel. Tussen het laatste kwartaal van 2003 en eind 2004 zijn maandelijks gemiddeld rond 50.000 valse biljetten uit circulatie genomen, waarbij de seizoenschommelingen samenvielen met die van echte bankbiljetten, zoals gedurende vakantieperioden. Het totale aantal door de Nationale Analysecentra<sup>4</sup> ontvangen vervalste biljetten bedroeg in 2004 594.000. Dit betekent een stijging van 7,8% ten opzichte van 2003, aanzienlijk lager dan het jaar daarvoor. In Grafiek 40 is de tendens te zien van het aantal uit circulatie genomen valse biljetten; de cijfers worden sinds de invoering van de euro elk halfjaar vastgesteld.

Uit Tabel 14 blijkt dat het biljet van €50 nog steeds favoriet is onder valsemunten, hoewel in de loop van het jaar bleek dat de georganiseerde misdaad zich in toenemende mate richt op bankbiljetten van €100, €200 en €500. Van deze coupures is een klein aantal vervalsingen van een bovengemiddelde kwaliteit vervaardigd.

<sup>4</sup> In elke EU-lidstaat gevestigde centra voor de eerste analyse van valse eurobiljetten op nationaal niveau.

**Tabel 14 Uitsplitsing van vervalsingen naar coupure**

	€ 5	€ 10	€ 20	€ 50
Percentage	1	5	24	48
	€ 100	€ 200	€ 500	Totaal
Percentage	17	4	1	100

Bron: Eurosysteem.

Al met al is duidelijk dat het aantal vervalsingen (594.000 in 2004) slechts een fractie uitmaakt van het gemiddelde aantal echte bankbiljetten in omloop (8,9 miljard in 2004). Het publiek kan daarom blijven vertrouwen op de veiligheid van de euro; de euro blijft een goed beschermde valuta, zowel wat betreft de verfijning van de echtheidskenmerken als de doeltreffendheid van de Europese en nationale rechtshandhavers. Echter, het publiek dient op zijn hoede te blijven. Door een biljet te voelen, te bekijken en te kantelen, kan bijna altijd worden vastgesteld of het al dan niet vals is.

### BESTRIJDING VAN VALSEMUNTERIJ

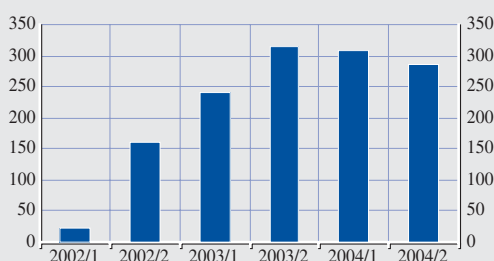
Naast de samenwerkingsovereenkomsten met de nationale centrale banken, Europol en de Europese Commissie (met name het Europese Anti-Fraud Office, OLAF) heeft de ECB in 2004 een samenwerkingsovereenkomst gesloten met Europol met betrekking tot de bescherming van de euro en de bestrijding van valsemunterij. Verder werden samenwerkingsovereenkomsten gesloten met de centrale banken van twee aan de EU grenzende landen (Oekraïne en Bulgarije),



en zijn er plannen in de toekomst ook met andere landen dergelijke overeenkomsten te sluiten. Het Eurosysteem heeft opleidingen verzorgd voor kassiers, zowel binnen de EU als daarbuiten, om hun te leren hoe zij valse biljetten kunnen herkennen en hoe zij daarmee moeten omgaan. Het Analysecentrum voor Vervalsingen bij de ECB en de Nationale Analysecentra hebben in het kader van de bestrijding van valsemunterij met de politie samengewerkt. Technici van de Nationale Analysecentra hebben op verzoek de gerechtelijke autoriteiten van deskundig advies en technische rapporten voorzien.

**Grafiek 40 Aantal uit de omloop genomen vervalsingen van eurobankbiljetten in de periode 2002-2004**

(duizenden)



Bron: ECB.

Het International Counterfeit Deterrence Centre, gehuisvest door de ECB, heeft bij voortdurende nieuwe reproductieapparatuur en systemen voor het bestrijden van valsemunterij geëvalueerd, en steun verleend aan de Central Bank Counterfeit Deterrence Group, een gezamenlijk initiatief van 27 centrale banken wereldwijd.

### 3.3 UITGIFTE EN PRODUCTIE VAN BANKBILJETTEN

#### DE ROL VAN HET EUROSISTEEM BIJ DE CHARTALE KETEN

In december 2004 heeft de Raad van Bestuur overeenstemming bereikt over de gemeenschappelijke grondslagen voor – en doelstellingen van – de rol en verantwoordelijkheden van het Eurosysteem in de chartale keten. De definiëring van deze rol en de verantwoordelijkheden zullen bijdragen aan de oprichting van de uniforme eurobetaalruimte (zie paragraaf 3 in Hoofdstuk 3). Ook wordt een betrouwbaar kader geschapen voor de partners van het Eurosysteem in de chartale keten (dat wil zeggen, het bankwezen en de waardetransporteurs). Conform het principe van decentralisatie heeft de Raad van Bestuur geen volledig geharmoniseerd systeem voor chartale diensten in het eurogebied gecreëerd. Hoewel enige harmonisatie en standaardisatie onder begeleiding van de ECB gewenst is, zijn de nationale centrale banken verantwoordelijk voor de uitvoering op nationaal niveau, waarbij rekening gehouden wordt met de respectieve nationale economische omstandigheden en bancaire structuren, het bestaande kantorennetwerk van de nationale centrale bank, en het relatieve aandeel van chartale betalingen en/of langlopende overeenkomsten.

#### ECB STANDAARDEN VOOR DE OPSPORING VAN VERVALSINGEN EN SORTEERSTANDAARDEN

Na overleg met het bankwezen en de waardetransporteurs heeft de ECB in december 2004 een kader ingevoerd voor de opsporing van vervalsingen en de kwaliteitscontrole van bankbiljetten door kredietinstellingen en andere geldverwerkers. De hoofddoelstellingen van dit kader zijn een gemeenschappelijk beleid in te voeren voor de behandeling en verwerking van bankbiljetten door kredietinstellingen en andere geldverwerkers, en hen behulpzaam te zijn bij het vervullen van hun verplichtingen krachtens artikel 6 van de Raadsverordening (EG) nr. 1338/2001 inzake het opsporen en uit de omloop nemen van vervalste eurobankbiljetten. De nationale centrale banken zullen dit kader

**Tabel 15 In 2004 toegewezen bankbiljettenproductiequota**

Coupure	Aantal (miljoenen biljetten)	Nationale centrale bank belast met productie
€ 5	-	-
€ 10	378	DE, FR, GR, IE, AT
€ 20	290	FR, PT
€ 50	683	BE, DE, ES, IT, NL
€ 100	124	IT, FI
€ 200	-	-
€ 500	124	DE, LU
Totaal	1.599	

Bron: ECB.

uiterlijk eind 2006 binnen hun jurisdictie invoeren. Tijdens de overgangperiode van twee jaar, die tot uiterlijk eind 2007 duurt, kunnen kredietinstellingen en andere geldverwerkers hun procedures en bestaande apparatuur aanpassen.

#### DE BANKBILJETTENPRODUCTIE

In totaal werden in 2004 1,6 miljard bankbiljetten geproduceerd, vergeleken met 3,1 miljard in 2003. Deze forse afname van de in 2004 benodigde productie werd vooral veroorzaakt doordat in 2003 minder biljetten vervangen hoefden te worden dan verwacht.

Sinds 2002 wordt de productie van eurobankbiljetten toegewezen aan de nationale centrale banken conform een gedecentraliseerd productieschema op basis van taakverdeling. Krachtens dit schema is elke nationale centrale bank in het eurogebied verantwoordelijk voor de levering van een aan haar toegewezen deel van de totale productie van bepaalde coupures. Tabel 15 bevat een overzicht van de in 2004 toegewezen bankbiljettenproductiequota.

De afspraken over het toekomstige productiebeleid voor bankbiljetten zijn vastgelegd in Richtlijn ECB/2004/18, die in september 2004 door de Raad van Bestuur is vastgesteld. De Richtlijn voorziet in een gemeenschappelijke aanbestedingsprocedure voor het Eurosysteem voor de productie van eurobankbiljetten, die uiterlijk 1 januari 2012 van kracht zal worden. De tenuitvoerlegging van deze procedure zal vooraf worden gegaan door een overgangsper-

riode, waarin de nationale centrale banken en de bankbiljettendrukkerijen zich op de nieuwe procedure kunnen voorbereiden. Deze overgangperiode begint op zijn vroegst op 1 januari 2008, maar de precieze begindatum – die bepaald zal worden door de Raad van Bestuur – hangt af van het bereiken van een kritische massa qua zowel het aantal nationale centrale banken dat besluit deel te nemen aan de gemeenschappelijke aanbestedingsprocedure voor het Eurosysteem als het totale aantal bankbiljetten dat aanbesteed moet worden.

De Richtlijn is opgesteld conform het principe van een openmarkteconomie met vrije mededinging, waarbij gestreefd wordt naar een efficiënte toewijzing van middelen, en in overeenstemming met de mededingingswetgeving van de EU. De procedure heeft vooral ten doel de gelijke behandeling van alle bankbiljettendrukkerijen die wensen deel te nemen aan de gemeenschappelijke aanbestedingsprocedure voor het Eurosysteem, alsmede de transparantie en de voortdurende veilige productie van eurobankbiljetten te waarborgen. De in de Richtlijn vervatte regels voor aanbesteding zullen van toepassing zijn op de gehele bankbiljettenbehoefte van het Eurosysteem. Nationale centrale banken met een eigen of gelieerde bankbiljettendrukkerij kunnen verkiezen niet aan de gemeenschappelijke aanbestedingsprocedure voor het Eurosysteem deel te nemen, en de aan hen toegewezen eurobankbiljetten door deze drukkerijen te laten drukken.

### **ZEER LAGE COUPURES**

In reactie op voorstellen van verschillende kanten heeft het Eurosysteem de mogelijke positieve en negatieve aspecten van de invoering van bankbiljetten met zeer lage coupures, te weten €1 of €2, onderzocht. Na zorgvuldige overweging heeft de Raad van Bestuur in november 2004 besloten niet op het in 1998 genomen besluit ten aanzien van de coupures van eurobankbiljetten terug te komen en derhalve geen bankbiljetten van €1 of €2 uit te geven. Na alle in de discussie naar voren gebrachte argumenten te hebben gewogen, heeft de Raad van Bestuur geconcludeerd dat de

negatieve aspecten van de invoering van zeer lage coupures per saldo zwaarder wegen dan de positieve. Dit besluit werd vooral ingegeven door de onvoldoende vraag naar zeer lage coupures bij de meerderheid van de burgers van de eurolanden, de omslactigheid van de invoering van dergelijke coupures voor de meeste betrokken derden – zoals de detailhandel en de verkoopautomatensector – en de hoge kosten van het drukken en verwerken van deze biljetten.

## 4 STATISTIEKEN

De ECB verzamelt, bijgestaan door de nationale central banken, een breed scala aan statistieken die het ESCB in staat stellen zijn taken te vervullen. De benodigde statistische informatie wordt óf van de bevoegde nationale autoriteiten verkregen, óf rechtstreeks van de economische subjecten. Evenals in voorgaande jaren is de verzameling van statistieken in 2004 soepel verlopen, terwijl er opnieuw gewerkt werd aan verdere verbetering van het statistische kader. Verder kwamen nieuwe statistieken beschikbaar conform de door de ECB nagestreefde strategie voor statistieken op de middellange termijn. De ECB heeft haar tweede conferentie met betrekking tot statistieken gehouden, waarbij deze keer de nadruk lag op het nut van statistieken voor de monetaire en economische beleidsbeoordeling.

De aanlevering van – voldoende betrouwbare – statistieken betreffende de overheidsfinanciën, die onontbeerlijk zijn voor de tenuitvoerlegging van het Pact voor Stabiliteit en Groei en de geloofwaardigheid van het begrotingstoezicht, verloopt nog steeds niet geheel vlekkeloos. Deze statistieken worden aangeleverd door de Europese Commissie (Eurostat), bijgestaan door de nationale bureaus voor de statistiek en de nationale centrale banken. De ECB maakt intensief gebruik van algemene economische statistieken, die voornamelijk door Eurostat worden verzameld en samengesteld. De aanlevering van dergelijke statistieken voor het eurogebied is in enkele opzichten verder verbeterd, bijvoorbeeld met betrekking tot de tijdigheid van kwartaalgegevens voor het bbp, de kwaliteit van de voorlopige raming van de HICP-inflatie en de beschikbaarheid van conjunctuurindicatoren voor de korte termijn. In december 2004 heeft de ECB een herziene lijst van eisen gepubliceerd waaraan algemene economische statistieken moeten voldoen, waarbij rekening is gehouden met de ontwikkelingen van de afgelopen jaren.

### 4.1 VERDERE VERBETERINGEN VAN HET STATISTISCHE KADER VOOR HET EUROGEBIED

Tot nu toe zijn in het algemeen aanzienlijke resultaten bereikt met betrekking tot het statistische kader en de goede kwaliteit van de statistieken voor het eurogebied. Verdere verbeteringen van het algehele statistische kader voor het eurogebied blijven echter geboden. Voortgaande veranderingen in de economie moeten door een toekomstgerichte aanpak worden meegenomen. Daarnaast moeten enkele door gebruikers binnen en buiten de ECB aangegeven statistische lacunes waar mogelijk worden verholpen. De ECB heeft in de loop van 2004 een aanvang gemaakt met de verdere verbetering van het algehele kader. Gegeven de lange doorlooptijden van statistische projecten, zullen de resultaten hiervan naar verwachting op de middellange termijn beschikbaar komen.

Een belangrijk element in het statistische kader voor het eurogebied is het ontwerp en de samenstelling van naar institutionele sectoren uitgesplitste nationale rekeningen op kwartaalbasis, die het Eurosysteem in samenwerking met Eurostat en de nationale bureaus voor de statistiek thans voorbereidt. Die sectoren zijn huishoudens, niet-financiële vennootschappen, financiële vennootschappen, de overheid en de rest van de wereld. Uit deze statistieken zal blijken hoe deze sectoren zich tot elkaar verhouden, en zal de verhouding tussen financiële en niet-financiële transacties in de economie duidelijk worden. Met behulp van een voldoende lange tijdreeks van dergelijke, kort na de referentieperiode gepubliceerde, sectorrekeningen wordt het mogelijk de monetaire-beleidsimpulsen van de financiële sector op de niet-financiële sectoren van het eurogebied te traceren. Daarnaast kan hiermee de invloed van economische schokken op het eurogebied beter worden geanalyseerd. Met een dergelijke tijdreeks kan ook een groot aantal andere analyses worden gemaakt. Verder bevatten de naar institutionele sectoren uitgesplitste nationale rekeningen op kwartaalbasis diverse belangrijke indicato-

ren voor de analyse van de conjunctuurcyclus en voor het maken van prognoses.

Als gevolg van de verankering van International Accounting Standard 39 (IAS 39) betreffende financiële instrumenten in EU-wetgeving, waardoor alle beursgenoteerde bedrijven met ingang van 1 januari 2005 verplicht zijn deze toe te passen, moest de Verordening met betrekking tot de geconsolideerde balans van de MFI-sector (ECB/2001/13) aangepast worden om de conceptuele basis van de monetaire statistieken in stand te houden. Als gevolg van de Verordening tot wijziging (ECB/2004/21), die op 1 januari 2005 van kracht werd, zullen MFI's, ongeacht de specifieke vorm waarin de IAS 39 uiteindelijk wordt aangenomen, de standen van hun leningen en deposito's tegen nominale waarde blijven rapporteren; dit staat los van mogelijke latere wijzigingen van het juridische kader voor accountancy van de EU.

#### 4.2 NIEUWE OF VERBETERDE STATISTIEKEN

De ECB heeft in de loop van 2004 een aanvang gemaakt met de publicatie van enkele nieuwe statistieken die van belang zijn voor het monetaire beleid en andere taken van het ESCB, voor het economische beleid in het algemeen, voor marktdeelnemers en voor het grote publiek.

In het voorjaar van 2004 heeft de ECB, in samenwerking met de Europese Commissie, voor het eerst maandstatistieken gepubliceerd met betrekking tot de lange rente in de tien nieuwe EU-lidstaten, die nodig zijn om te beoordelen of zij de vereiste hoge mate van convergentie hebben bereikt voor deelname aan de EMU. Sinds juni 2004 publiceert de ECB ook de monetaire opstelling van de betalingsbalans van het eurogebied op maandbasis. Daarnaast hebben de ECB en Eurostat een rapport uitgebracht over de directe investeringen, dat verbeteringsvoorstellen bevat voor het samenstellen van statistieken over dit onderwerp. Kwartaalgegevens met betrekking tot de lopende rekening van de betalingsbalans van het eurogebied zijn thans beschikbaar vanaf



1980. Wat de effectieve wisselkoers van de euro betreft zijn de voor de berekening van de indices gebruikte handelsgewichten geactualiseerd, is de geografische dekking uitgebreid en worden sinds september 2004 nieuwe reeksen gepubliceerd. Thans worden maandelijks statistieken gepubliceerd omtrent de stromen en standen van beursgenoteerde aandelen in het eurogebied. De nieuwe statistieken tonen onder meer de bruto emissies en de aflossingen van, en de uitstaande bedragen aan, de door ingezetenen van het eurogebied uitgegeven beursgenoteerde aandelen.

In het kader van het "Action Plan on EMU Statistical Requirements" van de Ecofin-Raad, heeft de ECB in 2004 een uitgebreide reeks niet-financiële en financiële rekeningen voor de overheidssector op kwartaalbasis beschikbaar gesteld. Er is een aanvang gemaakt met het integreren van deze statistieken in de naar institutionele sectoren uitgesplitste nationale rekeningen op kwartaalbasis.

In 2004 heeft de ECB ook haar juridische kader aangepast om de publicatie van nieuwe statistieken in de toekomst mogelijk te maken. Het Richtsnoer en de Aanbeveling van de ECB inzake de rapportageverplichtingen met betrekking tot betalingsbalansstatistieken en statistieken omtrent de internationale investeringspositie en het sjabloon voor de internationale reserves zijn herzien. In januari 2005 is de ECB

begonnen uitgebreidere statistieken op dit gebied te publiceren, waaronder een geografische uitsplitsing. Ook heeft de ECB een toelichting gepubliceerd bij de statistieken omtrent MFI-balansen die verband houden met de uitbreiding van de EU. Deze toelichting is bedoeld ter verduidelijking van de vereisten en standaarden van Verordening ECB/2003/10.

gegevens inzake de overheidsfinanciën ten behoeve van het begrotingstoezicht.

In 2004 werden inspanningen getroost om de verspreiding en toegankelijkheid van statistieken te verbeteren. Zowel het vernieuwde ECB-Maandbericht, dat voor het eerst in januari 2004 verscheen, als de nieuwe versie van de website van de ECB, die in juni 2004 op het Internet geplaatst werd, bevatten kwalitatief betere statistische informatie.

#### **4.3 STATISTIEKEN OMTRENT DE OVERHEIDSFINANCIËN**

In 2004 is verontrusting ontstaan over de betrouwbaarheid van de statistieken ten behoeve van het begrotingstoezicht krachtens het Verdrag en het Pact voor Stabiliteit en Groei. De ECB heeft de na de informele bijeenkomst van de Ecofin-Raad in Scheveningen op 11 september 2004 uitgegeven verklaring over goede statistische standaarden geheel onderschreven. Deze standaarden moeten de onafhankelijkheid, integriteit en verantwoordingsplicht van de nationale bureaus voor de statistiek versterken. De ECB werkt hierin nauw samen met de Europese Commissie, vooral via het Comité voor Monetaire, Financiële en Betalingsbalansstatistieken, waarin hooggeplaatste statistici van Eurostat, de nationale bureaus voor de statistiek, de nationale centrale banken en de ECB zitting hebben. Met de tenuitvoerlegging van het Richtsnoer van de ECB inzake statistieken met betrekking tot de overheidsfinanciën, dat in februari 2005 door de Raad van Bestuur is vastgesteld, zal de kwaliteit van de geaggregeerde gegevens over de overheidsfinanciën in het eurogebied verder toenemen en wordt een belangrijke verdere bijdrage geleverd aan de kwaliteit en normen voor een completere reeks

## 5 ECONOMISCH ONDERZOEK

Het bij de ECB verrichte economisch onderzoek strekt ertoe een sterke conceptuele en empirische basis te leggen voor de beleidsvorming. Het economische onderzoek binnen het Eurosysteem richt zich derhalve op het vergroten van de kennis van het functioneren van de economie in het eurogebied en analyses, modellen en andere instrumenten aan te bieden die van belang zijn voor de monetaire-beleidsvoering van de ECB en voor de vervulling van de overige taken van het Eurosysteem.

Vijf jaar na haar oprichting heeft de ECB drie onafhankelijke externe deskundigen gevraagd haar economische onderzoeksactiviteiten te beoordelen op basis van hoge academische maatstaven en te bekijken in hoeverre het bij de ECB sinds 1998 uitgevoerde onderzoek heeft bijgedragen tot het behalen van haar doelstellingen. In hun rapport<sup>5</sup>, dat te vinden is op de website van de ECB, beoordelen de deskundigen het door de ECB verrichte onderzoek al met al als positief wat betreft wetenschappelijk niveau en toegevoegde waarde, wat betreft het belang voor de monetaire-beleidsvoering en voor de overige taken en functies van de ECB, en wat betreft de invloed op de academische gemeenschap en andere beleidsbepalende instellingen. Zoals overeengekomen, hebben de beoordeelaars ook aanbevelingen gedaan ter verdere verbetering van de onderzoeksactiviteiten. Deze aanbevelingen betroffen vijf gebieden: de motivering van de staf om hoogstaand onderzoek te doen; het human resource management op de lange termijn; de door de onderzoeksactiviteiten bestreken onderwerpen en de coördinatie van de onderzoeksactiviteiten in de diverse door de ECB bestreken gebieden; de ondersteuning; en de communicatie en verspreiding van de onderzoeksresultaten. Veel van de verbeteringsvoorstellen kwamen overeen met de door de ECB zelf gemaakte beoordeling, en er zijn maatregelen genomen om de verbeteringen in te voeren.

### 5.1 ONDERZOEKSONDERWERPEN

De onderzoeksagenda voor 2004 kan worden gesplitst in zes hoofdterreinen: de macro-eco-

nomie en monetaire economie; internationale economische en financiële aangelegenheden; de financiële stabiliteit; de financiële integratie; de bouw van macro-economische modellen voor het eurogebied en algemene economische en structurele onderwerpen. Daarnaast werden aanzienlijke onderzoeksinspanningen verricht met betrekking tot de uitbreiding van het eurogebied en de economieën van de nieuwe EU-lidstaten. In dit verband werd voorbereidend werk gedaan voor de komende uitbreiding van het eurogebied, met name voor wat betreft de analytische instrumenten die gebruikt worden voor macro-economische prognoses.

De meeste resultaten van de binnen of in samenwerking met de ECB verrichte onderzoeksactiviteiten zijn gepubliceerd in de reeks Working Papers van de ECB en – in mindere mate – in de reeks Occasional Papers van de ECB, alsmede tijdens conferenties en workshops. In 2004 werden 126 Working Papers gepubliceerd (vergeleken met 97 in 2003). Een groot aantal van de Working Papers die sinds de invoering van de reeks in 1999 zijn verschenen is reeds of wordt binnenkort gepubliceerd in wetenschappelijke tijdschriften (130) of boeken (30). Gezien de als gevolg van het *peer review* lange doorlooptijden van het publicatieproces zal dit reeds forse aandeel naar verwachting in 2005 verder stijgen. Uit Grafiek 41 blijkt de duidelijke beleidsoriëntatie van het bij de ECB verrichte onderzoek. In de grafiek zijn de Working Papers van de ECB gerangschikt naar onderwerp, op basis van de door het Journal of Economic Literature gehanteerde rubricering. “Macro-economisch en monetair-economisch” is het meest voorkomende onderwerp binnen de reeks, gevolgd door “mathematische en kwantitatieve methoden”, “financieel-economisch” en “internationaal economisch”.

In de loop van 2004 heeft de ECB een aantal conferenties en workshops georganiseerd zoals de derde Conferentie van Centrale Banken rond

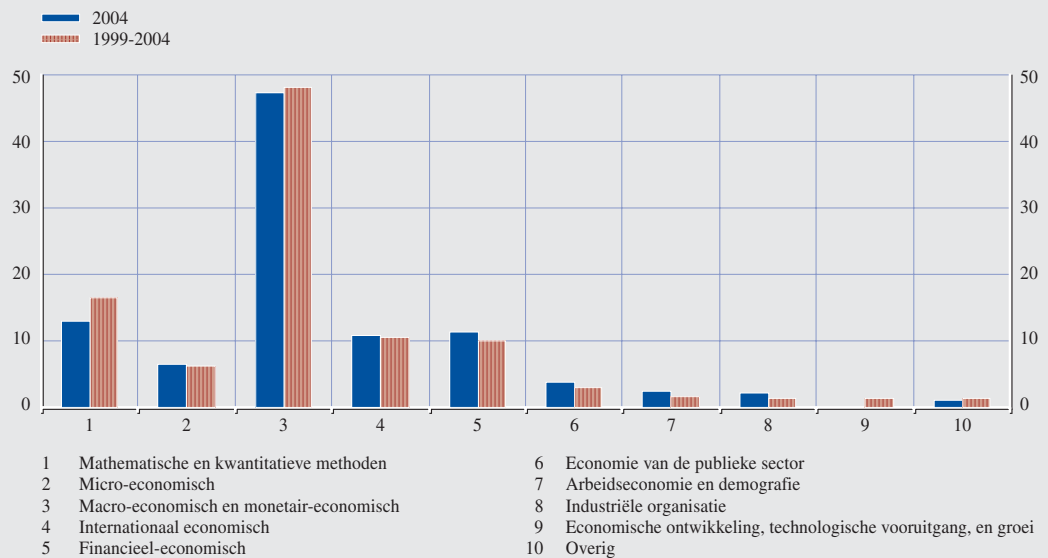
5 M. Goodfriend, R. König en R. Repullo, “External evaluation of the economic research activities of the European Central Bank”, 2004.





**Grafiek 41 Reeks Working Papers van de ECB: rubricering volgens Journal of Economic Literature**

(percentages)



Bron: ECB.

de convergentie en stabiliteit van de nieuwe EU-lidstaten dat drie hoofdthema's omvatte: de economische en structurele hervormingen van de nieuwe EU-lidstaten; hun internationale verbanden en macro-economische resultaten; en de macro-economische aanpassingen in deze landen. In samenwerking met de BIS en de centrale banken van de G-10 heeft de ECB een nieuwe publicatie geïntroduceerd, het "International Journal of Central Banking" (zie Hoofdstuk 6).

## 5.2 ONDERZOEKSNETWERKEN

In veel gevallen wordt het onderzoek van de ECB verricht binnen het kader van georganiseerde netwerken. Dit zijn groepen onderzoekers die gezamenlijk brede, veelzijdig georiënteerde projecten uitvoeren. Zij kunnen economen van de ECB, van de nationale centrale banken van het eurogebied, van andere centrale banken en beleidsinstanties en van universiteiten omvatten. De ECB verschaft, alleen of met andere instellingen, coördinerende en organisatorische steun.

In 2003 is, om een beter inzicht te verkrijgen in de dynamiek van de inflatie in het eurogebied en de eurolanden, een netwerk Inflation (Eurosystem Inflation Persistence Network) gevormd, bestaande uit onderzoekers van alle centrale banken van het Eurosysteem. Voor de studie van het verschijnsel wordt een groot aantal gegevens gebruikt, waaronder individuele en sectorale prijzen, macro-economische inflatiecijfers en enquêteresultaten. De resultaten van het onderzoek worden in 2005 verwacht. In 2004 is een groot deel van de empirische analyse verricht en een subreeks resultaten in de reeks Working Papers van de ECB gepubliceerd; ook werden reacties vanuit de academische gemeenschap verzameld. Verder werd een selectie van de resultaten gepresenteerd tijdens een aantal internationale workshops en conferenties, waaronder een door het netwerk in december 2004 georganiseerde en bij de ECB gehouden conferentie. De bij deze gelegenheden verkregen reacties zullen verwerkt worden in de afsluitende fase van de door het netwerk gemaakte analyse. Het netwerk heeft tot dusver geconstateerd dat de prijzen van individuele goederen en

diensten in het eurogebied betrekkelijk zelden worden gewijzigd, namelijk gemiddeld eens per jaar. Worden de prijzen aangepast, dan worden ze fors aangepast, en bijna even vaak verhoogd als verlaagd. In de dienstensector komt meer prijsstartheid voor dan in de goederensector; de prijsstartheid in het eurogebied is gemiddeld groter dan in de Verenigde Staten. Daarnaast doen de bevindingen van het netwerk vermoeden dat de hardnekkigheid van de inflatie afhangt van het plaatselijk gevoerde inflatie- en monetaire beleid en dat de inflatie *ceteris paribus* minder hardnekkig is wanneer de verwachtingen van prijsstabiliteit diep geworteld zijn in de economie.

Het netwerk Conjunctuurcyclus Eurogebied, dat is opgezet in samenwerking met het Centre for Economic Policy Research (CEPR), biedt een forum voor de studie van de conjunctuurcyclus in het eurogebied. Het netwerk bestaat uit onderzoekers van universiteiten, centrale banken en andere beleidsinstanties. In 2004 heeft het netwerk een tweede reeks cursussen georganiseerd over factormodellen en methodieken voor de analyse van de conjunctuurcyclus, die gehouden werden bij de Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique en de Universiteit van Bocconi. Ook werden twee workshops gehouden, waarvan één bij de Oostenrijkse Nationalbank over de conjunctuurcyclus in de nieuwe lidstaten en de toetredende landen, en één bij de Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique over de recente vorderingen met het combineren van prognoses. Sinds begin 2004 is een groot deel van de productie van het netwerk via een nieuwe – in samenwerking met het CEPR uitgebrachte – reeks discussienota's gepubliceerd.

Het in 2002 door de ECB en het Center for Financial Studies (CFS) opgerichte Research Network on Capital Markets and Financial Integration in Europe heeft als doel onderzoek te bevorderen dat van belang is voor het beleid ten aanzien van de integratie van de financiële systemen in Europa en hun internationale verbanden. De gedurende de eerste twee jaar door het netwerk verrichte werkzaamheden zijn in mei



2004 afgesloten met een in Frankfurt gehouden symposium (zie Kader 12). De ECB en het CFS hebben besloten de activiteiten van het netwerk tot 2007 voort te zetten, en hebben drie prioriteitsgebieden toegevoegd; (i) de verhouding tussen financiële integratie en financiële stabiliteit, (ii) toetreding tot de EU, financiële ontwikkeling en financiële integratie en (iii) de modernisering van financiële systemen en de economische groei in Europa. Ook het Lamfalussy Fellowship-onderzoeksprogramma dat in het kader van het netwerk was opgericht, is uitgebreid met deze onderwerpen.

### 5.3 DE BOUW VAN MACRO-ECONOMETRISCHE MODELLEN VOOR HET EUROGEBIED

Wat de macro-econometrische modelbouw betreft, heeft de ECB in 2004 een aanvang gemaakt met de ontwikkeling van een nieuwe generatie van het model voor het gehele eurogebied. Het model wordt verbeterd conform de jongste ontwikkelingen in de macro-economische theorie en de ramingmethodiek. In tegenstelling tot eerdere modellen, is de nieuwe generatie macro-econometrische modellen, die de vorm hebben van dynamische stochastische algemene-evenwichtsmodellen, veel meer gebaseerd op micro-economische grondslagen. Dankzij de bijdrage van bij de ECB verricht onderzoek, zijn de modellen thans voldoende verfijnd om voor beleidsdoeleinden te worden

gebruikt.<sup>6</sup> Ze worden steeds vaker gebruikt bij de beleidsanalyse en, in toenemende mate, voor het maken van projecties door centrale banken en beleidsinstanties. Om de bouw van het nieuwe, het gehele eurogebied omvattende, model te vergemakkelijken heeft de ECB een forum opgericht voor samenwerking met de Directie van het Federal Reserve System en met het IMF, instellingen die vergelijkbare modellen bouwen en gebruiken. De ECB en het Federal Reserve System werken samen in het International Research Forum on Monetary Policy, een initiatief dat onderzoek bevordert naar monetaire-beleidsaangelegenheden die mondiaal van belang zijn. Het technische werk aan het model voor het eurogebied zal naar verwachting nog geheel 2005 duren, en de definitieve resultaten zullen tijdens een open conferentie bekend worden gemaakt.

6 Staf van de ECB heeft op dit gebied belangrijke bijdragen geleverd. Zie F. Smets en R. Wouters, "An estimated stochastic dynamic general equilibrium model of the euro area", ECB Working Paper 171, gepubliceerd in *Journal of the European Economic Association*, vol. 1, issue 5, 2003, pp. 1,123-1,175. De auteurs hebben voor deze bijdrage de prestigieuze Hicks-Tinbergen Medaille voor opmerkelijk onderzoek van de European Economic Association gekregen.

## 6 OVERIGE TAKEN EN WERKZAAMHEDEN

### 6.1 NALEVING VAN HET VERBOD OP MONETAIRE FINANCIERING EN BEVOORRECHTE TOEGANG

Krachtens artikel 237 (d) van het Verdrag heeft de ECB tot taak toe te zien op de naleving, door de 25 NCB's van de EU en de ECB, van hun verplichtingen uit hoofde van artikel 101 en 102 van het Verdrag en Raadsverordeningen (EG) Nr. 3603/93 en 3604/93. 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 alle niet op overwegingen van bedrijfseconomisch toezicht gebaseerde maatregelen waardoor aan overheden en instellingen of organen van de Gemeenschap bevoorrechte toegang tot de financiële instellingen wordt verleend. In samenspraak met de ECB ziet de Europese Commissie erop toe dat de lidstaten de bovengenoemde bepalingen naleven.

De ECB houdt ook toezicht op de door de centrale banken van de EU op de secundaire markt verrichte aankopen van schuldbewijzen uitgegeven door de binnenlandse overheidssector of door de overheidssectoren van andere lidstaten. Krachtens de aanhef van Verordening (EG) Nr. 3603/93 van de Raad mag de aankoop van schuldbewijzen van de overheidssector op de secundaire markt niet worden verricht met het oogmerk artikel 101 van het Verdrag te omzeilen. Dergelijke aankopen mogen geen vorm van indirecte monetaire financiering van de overheidssector vormen.

### 6.2 ADVIESFUNCTIES

Krachtens artikel 105, lid 4, van het Verdrag en artikel 4 van de Statuten van het ESCB moet de ECB door de desbetreffende instellingen van de Gemeenschap en de bevoegde nationale autoriteiten<sup>7</sup> worden geraadpleegd over communautaire respectievelijk nationale wetvoorstellen op de gebieden die onder de bevoegdheid van de ECB vallen. De grenzen en voorwaarden voor raadpleging van de ECB door nationale autori-

teiten omtrent wetsvoorstellen zijn vastgelegd in Beschikking 98/415/EG van de Raad van 29 juni 1998. Alle adviezen van de ECB worden op de website van de ECB gepubliceerd. Met ingang van januari 2005 worden adviezen aangaande nationale wetvoorstellen in principe onmiddellijk gepubliceerd nadat zij vastgesteld zijn en vervolgens aan de raadplegende autoriteit gecommuniceerd, zoals reeds het geval was voor adviezen omtrent voorstellen inzake EU-wetgeving.

In 2004 zijn in totaal 41 consultaties geïnitieerd, waarvan 32 door een nationale autoriteit en negen door de Raad van de EU. Een lijst van de in 2004 vastgestelde adviezen is als bijlage in dit Verslag opgenomen. De volgende, op verzoek van de nationale autoriteiten vastgestelde, adviezen verdienen speciale aandacht.

De ECB is geraadpleegd door een aantal lidstaten, in het bijzonder Hongarije en Italië, over wetsvoorstellen die volgens de ECB aanpassing behoeft opdat de statuten van de nationale centrale banken zouden voldoen aan de in het Verdrag en de Statuten van het ESCB opgenomen bepalingen ten aanzien van de onafhankelijkheid van de centrale bank, waaronder de persoonlijke onafhankelijkheid van de leden van de besluitvormende organen van de nationale centrale banken.<sup>8</sup>

De ECB is door Italië, Nederland en Slowakije geraadpleegd over belangrijke wetswijzigingen met betrekking tot het financiële-toezichtkader. De ECB heeft wetsvoorstellen in Italië en Nederland bestudeerd voor een financieel-toezichtmodel op basis van een taakverdeling, waarin de nationale centrale bank verantwoordelijk is voor het bedrijfseconomisch toezicht op de gehele financiële sector en een nationale financiële-marktautoriteit de verantwoordelijk-

<sup>7</sup> 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.

<sup>8</sup> CON/2004/16; CON/2004/35.

heid heeft voor het gedragstoezicht.<sup>9</sup> De ECB juichte de voorstellen van de beide landen voor het institutionele kader toe, en merkte in haar advies met betrekking tot het Nederlandse voorstel op dat deze benadering recht doet aan de verschillen tussen de twee doelstellingen van financiële stabiliteit en de bescherming van beleggers, door rekening te houden met het bredere systeemrisico dat voortvloeit uit de nauwere betrekkingen tussen kredietinstellingen, verzekeraars, beleggingsinstellingen en pensioenfondsen. De ECB was van mening dat met het Slowaakse wetsvoorstel, dat voorziet in uitbreiding van de toezichtbevoegdheden van de nationale centrale bank omdat zij direct en volledig verantwoordelijk zou worden voor het toezicht op de gehele financiële markt in Slowakije, een toezichtkader zou worden gecreëerd dat – ofschoon thans uniek binnen de EU – geheel verenigbaar is met de ESCB-gerelateerde taken van een nationale centrale bank.<sup>10</sup>

De ECB is door België geraadpleegd over een voorstel voor de invoering van een zogeheten Tobinbelasting, dat wil zeggen een belasting op alle deviezentransacties in België, mits vergelijkbare wetgeving zou worden ingevoerd door de andere lidstaten of op het niveau van de Gemeenschap.<sup>11</sup> Hoewel de ECB de goede bedoelingen die aan het wetsvoorstel ten grondslag liggen, erkende, heeft zij geconcludeerd dat het economische en monetaire nut van een dergelijke belasting zeer twijfelachtig was. Bovendien zou de belasting, zoals door België voorgesteld, onverenigbaar zijn met artikel 56 van het Verdrag met betrekking tot de vrijheid van kapitaal- en betalingsverkeer tussen lidstaten, en tussen lidstaten en derde landen.

De ECB is door Frankrijk geraadpleegd over een wetsvoorstel dat voorziet in inflatie-indexatie voor door kredietinstellingen verstrekte leningen.<sup>12</sup> De ECB uitte begrip voor het streven naar een grotere contractvrijheid voor economische subjecten en de mogelijkheid zich in te dekken tegen het inflatierisico, maar benadrukte dat wijdverspreid gebruik van de indexatieclausule zou leiden tot aanzienlijke verontrusting omdat een breed toegepaste indexatie in de

loon- en prijsvorming zou kunnen leiden tot uitzonderlijke starheid van de relatieve prijzen en de inflatiespiraal zou kunnen aanwakkeren.

De ECB heeft voorts een advies uitgebracht krachtens artikel 112, lid 2b, van het Verdrag en artikel 11, lid 2, van de Statuten van het ESCB. Dit advies had betrekking op een aanbeveling van de Raad van de EU inzake de benoeming van een nieuw lid van de Directie van de ECB.

### **6.3 HET BEHEER VAN DE KREDIETTRANSACTIES VAN DE EUROPESE GEMEENSCHAP**

Krachtens artikel 123, lid 2, van het Verdrag en artikel 9 van Raadsverordening (EG) nr. 332/2002 van 18 februari 2002 blijft de ECB verantwoordelijk voor het beheer van de door de Europese Gemeenschap afgesloten krediettransacties in het kader van het mechanisme voor financiële bijstand op de middellange termijn. In 2004 heeft de ECB geen beheerstaken uitgevoerd, aangezien er aan het eind van 2003 geen saldo uitstond en gedurende 2004 geen nieuwe transacties zijn verricht.

9 CON/2004/16; CON/2004/21.

10 CON/2004/31.

11 CON/2004/34.

12 CON/2004/20.

**DIENSTEN INZAKE RESERVEBEHEER VAN HET EUROSISTEEM**

In 2004 heeft het Eurosysteem de in 2003 begonnen werkzaamheden aan een nieuw raamwerk voor een uitgebreid scala aan diensten op het terrein van reservebeheer in euro afgerond. Deze diensten worden verleend aan centrale banken, internationale instellingen en monetaire autoriteiten en overheidsinstanties buiten het eurogebied. Het nieuwe raamwerk, dat ontwikkeld is als reactie op het steeds verder toenemende gebruik van de euro als internationale reserve valuta, is gebaseerd op beproefde dienstverlening en ervaringen van individuele centrale banken van het Eurosysteem op het gebied van reservebeheer. De diensten strekken zich uit van het aanbieden van effectenrekeningen en aanverwante bewaarnemings- en afwikkelingsdiensten tot diensten met betrekking tot liquiditeitsbeheer en beleggingen. Bepalende diensten in het nieuwe raamwerk zijn onder andere (i) het automatisch investeren van einddagsaldi waardoor cliënten hun gelden tegen een aantrekkelijke vergoeding rechtstreeks bij de desbetreffende dienstverlener en/of in de markt kunnen uitzetten, (ii) de facilitering van automatische securities lending-programma's en (iii) de uitvoering van opdrachten en standaardinstructies conform de specifieke beleggingsvoorkeuren van cliënten.

Eén van de kernelementen van de nieuwe opzet is het verlenen van hoogwaardige diensten voor de in euro luidende reserves van cliënten via één centrale "toegangspoort" tot het eurogebied. Dit concept is vergelijkbaar met de wijze waarop belangrijke centrale banken wereldwijd diensten inzake het reservebeheer aanbieden. De individuele centrale banken van het Eurosysteem, die ervoor hebben gekozen als toegangspoort tot het eurogebied te fungeren, staan bekend als de "Eurosystem Service Providers". Zij bieden de complete set aan diensten inzake reservebeheer dat beschikbaar is binnen het nieuwe raamwerk. Dankzij dit concept kunnen cliënten nu transacties afwickelen van een uitgebreid pakket aan vastrentende, in euro luidende, in het eurogebied uitgegeven effecten en deze effecten aanhouden op één enkele rekening. Hiermee is een hoge mate van harmonisatie bereikt, waarbij elk van de Eurosystem Service Providers hetzelfde pakket aan diensten inzake reservebeheer tegen geharmoniseerde voorwaarden en overeenkomstig algemeen luidende marktstandaarden aanbiedt.

Er zijn momenteel zes Eurosystem Service Providers, te weten de Deutsche Bundesbank, de Banco de España, de Banque de France, de Banca d'Italia, de Banque centrale du Luxembourg en De Nederlandsche Bank. De overige centrale banken van het Eurosysteem kunnen een aantal van de diensten van de geharmoniseerde set aanbieden. Daarnaast kunnen zowel de Eurosystem Service Providers als de overige centrale banken van het Eurosysteem op individuele basis extra diensten verlenen inzake het reservebeheer in euro. De ECB speelt hierin een algemeen coördinerende rol en waarborgt het soepele functioneren van het raamwerk.

In overeenstemming met de wijze waarop diensten inzake het reservebeheer gedurende vele jaren zijn verleend, stoelt het nieuwe kader op de basisprincipes voor het beheer van officiële reserves, zoals financiële en juridische zekerheid en, vooral, vertrouwelijkheid. De diensten inzake reservebeheer worden aangeboden aan instellingen die van oudsher klant zijn van centrale banken, waarmee wordt ingespeeld op de speciale wensen en aandachtsgebieden van die instellingen die zich op hetzelfde gebied van centrale-bankactiviteiten begeven als het Eurosysteem zelf.

Het nieuwe raamwerk, dat op 1 januari 2005 ingevoerd is, is een flexibel, zich voortdurend ontwikkelend kader, dat nauw aansluit bij de jongste ontwikkelingen in de financiële sector en alert reageert op de behoeften van cliënten aan een breed en actueel pakket aan diensten inzake het reservebeheer in euro.





**Kunstenaar**

Jacob Dahlgren

**Titel**

Kraków, 2002

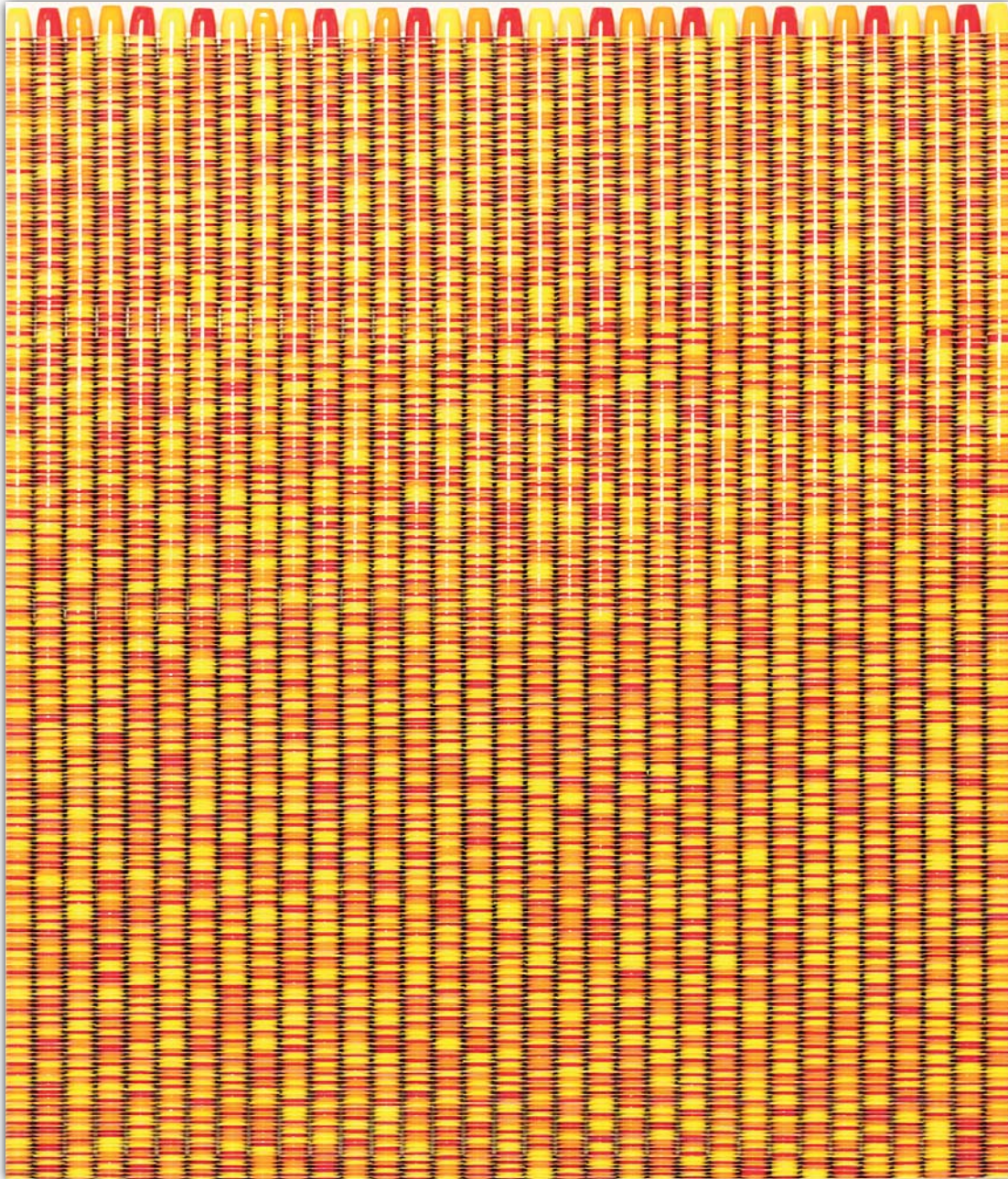
**Materiaal**

Op aluminium bevestigde yoghurtbekertjes

**Afmetingen**

184 × 148 × 10 cm

© VG Bild-Kunst, Bonn 2005



## HOOFDSTUK 3

# FINANCIËLE STABILITEIT EN INTEGRATIE

## I FINANCIËLE STABILITEIT

Het Eurosysteem draagt bij tot een goede beleidsvoering door de bevoegde nationale autoriteiten ten aanzien van het bedrijfseconomische toezicht op kredietinstellingen en de stabiliteit van het financiële stelsel. Daarnaast adviseert het deze autoriteiten en de Europese Commissie met betrekking tot de reikwijdte en de tenuitvoerlegging van Gemeenschapswetgeving op deze terreinen.

### I.1 HET TOEZICHT OP DE FINANCIËLE STABILITEIT

In samenwerking met het Comité voor Bankentoezicht van het ESCB volgt de ECB de risico's voor de financiële stabiliteit om het weerstandsvermogen van het financiële stelsel te kunnen beoordelen.<sup>1</sup> De aandacht gaat daarbij in het bijzonder uit naar de banken, omdat deze nog steeds de belangrijkste intermediairs zijn bij het sluizen van gelden van deposanten naar kredietnemers in het eurogebied en als zodanig een belangrijk kanaal vormen waardoor risico's zich naar de overige delen van het financiële stelsel kunnen verspreiden. Als gevolg van het toenemende belang van andere financiële instellingen en markten en de koppelingen die tussen deze instellingen en markten enerzijds en de banken anderzijds bestaan, kunnen zwakke plekken in deze onderdelen van het financiële stelsel zich echter ook naar de banken uitbreiden. Het toezicht bestrijkt derhalve ook de ontwikkelingen binnen deze andere onderdelen.

#### CONJUNCTURELE ONTWIKKELINGEN

In 2004 is het weerstandsvermogen van het financiële stelsel in het eurogebied toegenomen. De financiële instellingen hebben kunnen profiteren van de sterker dan verwachte groei van de mondiale bedrijvigheid, van de balansverbetering bij grote bedrijven en van tekenen van een aanhoudende bereidheid onder beleggers tot het nemen van risico's. Dientengevolge is de winstgevendheid van banken en verzekeringsinstellingen verbeterd. Eerdere tekenen van kwetsbaarheid op de mondiale financiële markten, als gevolg van het door de marktdeelnemers waargenomen risico van een stijging van

de lange rente vanaf het heersende zeer lage niveau, waren echter nog steeds merkbaar.

Binnen het bankwezen in het eurogebied hebben de grote banken de in 2003 ingezette tendens weten te consolideren, en de tekenen wijzen op een verdere verbetering van de winstgevendheid. De belangrijkste verbeteringen in 2004 waren het gevolg van voortgezette kostenbeheersing en lagere voorzieningen voor debiteurenverliezen. De verbeterde winstgevendheid was breed gespreid, waarbij ook de banken die het slechtst presteerden het rendement op het eigen vermogen wisten te verbeteren.

Om de winstgevendheid te steunen, stond bij de banken kostenbeheersing hoog op de lijst van prioriteiten. De kosten werden voornamelijk teruggebracht door te snijden in het kantorennet en het aantal personeelsleden. De voor debiteurenverliezen getroffen voorzieningen waren in 2004, evenals in 2003, lager dan in het voorgaande jaar. De belangrijkste oorzaak hiervan leek te zijn gelegen in een gunstiger beoordeling door de banken van het kredietrisico als gevolg van het economische herstel. Hierin kwamen verwachtingen tot uiting van een versterkte winstgevendheid in de bedrijvensector en van een voortgaande balansverbetering bij grote bedrijven in het eurogebied. Er waren echter ook aanwijzingen dat de vooruitzichten voor kleine en middelgrote bedrijven nog steeds minder gunstig waren dan die voor grote bedrijven.

Ondanks de verbeterde winstgevendheid, zijn de netto rentebaten – de belangrijkste component van de winsten binnen het bankwezen – in 2004 verder gedaald. Deze daling vond plaats ondanks aanvankelijke tekenen van een opleving bij de kredietverlening aan bedrijven en de aanhoudend sterke vraag van huishoudens naar woninghypotheken. De daling van de netto

<sup>1</sup> In 2004 heeft de ECB voor het eerst een rapport uitgebracht over de stabiliteit van het financiële stelsel in het eurogebied onder de titel "Financial Stability Review". Daarnaast heeft de ECB de derde editie uitgebracht van "EU banking sector stability", met de belangrijkste resultaten van het reguliere toezicht van het Comité voor Bankentoezicht van het ESCB op de stabiliteit van het bankwezen. Deze publicaties zijn beschikbaar op de website van de ECB.

rentebaten was in hoofdzaak het gevolg van het lage rentepeil en de vlakkere rentecurve op de financiële markten, die weliswaar de vraag naar leningen aanwakkerde, maar de marges van de banken in het eurogebied bij het krediet- en het depositobedrijf drukten. Wat de niet-rentebaten van de banken betreft, werden de door veel instellingen in 2003 dankzij het gunstige klimaat op de effectenbeurzen en afnemende *credit spreads* gerealiseerde uitzonderlijke handelswinsten in 2004 niet herhaald. Er waren enkele aanwijzingen dat sommige grote banken in het eurogebied hun marktrisico in de loop van 2004 hadden verhoogd. De commissiebatens vertoonden een stijging, in de meeste gevallen door een sterkere bedrijvigheid met betrekking tot de financiële markten, zowel voor eigen rekening van de banken als uit hoofde van vermogensbeheer.

De belangrijkste bij het toezicht gehanteerde solvabiliteitsratio's zijn bij de grote banken in het eurogebied in 2004 verder verbeterd. Opmerkelijk was dat de banken met de laagste solvabiliteitsratio's erin slaagden hun solvabiliteit een steviger basis te geven. Het verbeterde weerstandsvermogen van deze banken heeft een positieve bijdrage geleverd aan de stabiliteit van het financiële stelsel in het eurogebied.

De financiële resultaten van de verzekeringsinstellingen hebben in 2004 ook een verdere verbetering laten zien. In de schadeverzekeringssector werd de belangrijkste factor gevormd door hoge netto premiebatens, als gevolg van een meer op de gelopen risico's toegesneden premiestructuur en een strenger acceptatiebeleid. Door deze verbetering bij de kernactiviteiten kon de reeds goede solvabiliteitspositie van de schadeverzekeraars verder worden versterkt. In de meeste landen was bij de levensverzekeraars sprake van hogere premiebatens als gevolg van een gestegen vraag naar producten die zijn gekoppeld aan de ontwikkelingen op de beurs. Tezamen met hogere netto baten uit beleggingen, droeg dit bij tot een verbeterde solvabiliteitspositie. De financieel zwakste levensverzekeringsinstellingen staan echter nog steeds onder druk.

Mondiaal zijn de activiteiten van de hedge funds in 2004 verder toegenomen. Ondanks de lage rendementen die in 2004 werden gerealiseerd, deden zich geen duidelijke signalen voor dat beleggers hun gelden terugtrokken. De gevolgen van de groei van deze activiteiten voor de financiële stabiliteit komen in hoofdzaak voort uit de koppelingen met het bankwezen. Sterke concurrentie tussen grote bemiddelaars heeft het voor de hedge funds gemakkelijker gemaakt krediet te krijgen. Deze bemiddelaars zijn gewoonlijk banken en effecteninstituten die financiering, makelaarsdiensten en andere diensten verlenen aan hedge funds; enkele van de grootste ervan zijn in het eurogebied gevestigd. Bij de beheersing door deze bemiddelaars van het tegenpartijrisico, waarin verbeteringen zijn aangebracht nadat Long-Term Capital Management in 1998 bijna failliet was gegaan, is geprofiteerd van de uitgebreide toepassing van Value-at-Risk-maatstaven en stress tests.

### STRUCTURELE ONTWIKKELINGEN

Structurele veranderingen binnen het bankwezen kunnen belangrijke gevolgen hebben voor de financiële stabiliteit op de langere termijn. De door de banken gemaakte strategische keuzen beïnvloeden de afweging tussen risico en winstgevendheid, en hebben uiteindelijk gevolgen voor het weerstandsvermogen van het financiële stelsel. Naast wijzigingen in het kader van regelgeving en toezicht (zie paragraaf 2 van dit hoofdstuk), betroffen de belangrijkste structurele ontwikkelingen in 2004 wederom consolidatie, internationalisatie, intermediaat en uitbesteding.<sup>2</sup>

Het bankwezen in het eurogebied is de afgelopen jaren gekenmerkt door een voortdurend proces van consolidatie. Gedurende de periode 1997-2004 zijn bijna 2.300 kredietinstellingen verdwenen. Deze consolidatie is deels het gevolg geweest van fusies en acquisities maar ook van interne herstructurering binnen bankconcerns. Herstructurering kan van nut zijn

2 Een meer gedetailleerde analyse van de structurele ontwikkelingen is te vinden in het rapport van het Comité voor Bankentoezicht van het ESCB getiteld "Review of structural developments in the EU banking sector", november 2004.



voor het handhaven of verbeteren van de winstgevendheid, wat uiteindelijk leidt tot een sterker bankwezen. In de mate dat daardoor grote en complexe instellingen ontstaan die vanuit systeemogpunt van belang zijn, kan het uiteindelijke resultaat echter minder eenduidig zijn. Dit benadrukt de noodzaak van verbeterde mechanismen voor de interne risicobeheersing en van een doelmatig toezicht.

Fusies en acquisities zijn meestal tot het nationale niveau beperkt gebleven. De afgelopen tien jaar hebben in Europa grensoverschrijdende fusies tussen banken slechts 15% uitgemaakt van het totaal aan fusies binnen het bankwezen, tegen een gemiddelde van rond 40% in de industrie. Deze aanhoudend binnenlandse oriëntatie is wellicht onder meer het gevolg van de mogelijkheid via binnenlandse consolidatie een grotere kostensynergie te bereiken, alsmede van verschillen in belastingregels, in normen terzake van consumentenbescherming en in bedrijfscultuur.

Ondanks het betrekkelijk geringe niveau van grensoverschrijdende fusies en acquisities, gaat het internationalisatieproces voort. De door banken in het eurogebied bij hun kantoren en dochterinstellingen in andere landen van het eurogebied aangehouden activa maken thans ruim 10% uit van de totale ongeconsolideerde bancaire activa binnen dit gebied. Voorts verlenen banken in toenemende mate grensoverschrijdende financiële diensten zonder over een vestiging te beschikken in het land van de afnemer van die diensten. Deze ontwikkeling is het duidelijkst in het interbancaire en het wholesale-segment, terwijl de grensoverschrijdende retail-activiteiten nog steeds zeer gering zijn.

Het belang van de retail-activiteiten is de afgelopen jaren toegenomen, met name door de snel stijgende vraag naar woninghypotheken. Dit benadrukt hoe belangrijk het voor de banken in het eurogebied is de aandacht te richten op de kernactiviteiten en hun kennis van het cliëntenbestand te vergroten.

In 2004 is de uitbesteding van werkzaamheden verder in belang toegenomen. Er kunnen twee soorten uitbesteding worden onderscheiden: inschakeling van externe leveranciers en uitbesteding binnen bankconcerns zelf. Ondersteunende en *back-office*-activiteiten worden gewoonlijk extern uitbesteed, terwijl de kernactiviteiten binnen de bank worden gehouden. Binnen grotere concerns worden sommige kernactiviteiten door gespecialiseerde dochterinstellingen uitgevoerd en worden de aldus tot stand gekomen producten door andere instellingen binnen hetzelfde concern gedistribueerd. Aan uitbesteding ligt in hoofdzaak de wens ten grondslag de kosten te drukken, maar ook spelen de behoefte aan professionele vaardigheden en kennis en het vrijmaken van middelen voor kernactiviteiten vaak een rol. De implicaties van deze ontwikkeling voor de financiële stabiliteit moeten worden gevolgd, met name in die gevallen waarin meerdere financiële instellingen werkzaamheden uitbesteden aan één enkele dienstverlener.

## 1.2 SAMENWERKING IN CRISISSITUATIES

Het kader voor de samenwerking tussen de centrale banken en de banktoezichthouders op het terrein van crisisbeheersing is verder verbeterd. In juni 2004 hebben de centrale banken en de banktoezichthouders van de nieuwe lidstaten zich aangesloten bij het *Memorandum of*

*Understanding* (MoU) inzake samenwerking bij de beheersing van crisissituaties, dat in maart 2003 was ondertekend door de andere centrale banken en banktoezichthouders van de EU. Dit MoU voorziet in een reeks uitgangspunten en procedures voor de grensoverschrijdende samenwerking tussen deze instellingen in crisissituaties.

Bovendien hebben het Comité voor Banktoezicht van het ESCB en het Comité van Europese Banktoezichthouders een gezamenlijke werkgroep inzake crisisbeheersing gevormd, bestaande uit vertegenwoordigers van alle banktoezichthouders en centrale banken van de EU. De groep heeft tot taak voorstellen te ontwikkelen voor de verdere verbetering van de samenwerking, met name door de vaststelling van voorkeursprocedures voor de grensoverschrijdende aanpak van financiële crises. De werkgroep zal ook een bijdrage leveren aan de werkzaamheden van het Economisch en Financieel Comité op het terrein van crisisbeheersing.

## 2 FINANCIËLE REGELGEVING EN TOEZICHT

### 2.1 HET BANKWEZEN

Op het terrein van het banktoezicht heeft 2004 wederom in het teken gestaan van de herziening van het kader van vermogensseisen. In juni hebben de presidenten van de centrale banken en de hoofden van de banktoezichthouders van de G-10 het nieuwe kader bekrachtigd, dat bekend staat als het Nieuw Bazels Kapitaalakkoord of Bazel II. Dit was een belangrijke mijlpaal aangezien daarmee vijf jaar werk op dit terrein van het Bazels Comité voor Banktoezicht en de leden ervan bijna tot een einde werd gebracht. Het nieuwe kader zal vanaf eind 2006 ten uitvoer worden gelegd. De meest geavanceerde methoden voor het berekenen van de vermogensseisen van banken zullen echter pas een jaar later worden toegestaan.

Na deze bekrachtiging van het nieuwe kader is het zwaartepunt van de internationale en Europese werkzaamheden op dit terrein verschoven naar aangelegenheden met betrekking tot de tenuitvoerlegging en de werkzaamheden van de Accord Implementation Group van het Bazels Comité. Een aantal landen, zowel binnen als buiten de G-10, zal naar verwachting een vierde studie naar de kwantitatieve effecten (bekend als de "QIS4") uitvoeren. De resultaten zullen waarschijnlijk eind 2005 beschikbaar zijn en kunnen aanleiding geven tot verdere kwantitatieve aanpassingen van het kader in 2006. Het Bazels Comité heeft ook vastgesteld op welke technische terreinen verdere werkzaamheden nodig zijn. De ECB zal dit proces van tenuitvoerlegging blijven steunen en ertoe bijdragen door middel van deelname als waarnemer aan het Bazels Comité en de belangrijkste subgroepen ervan, waaronder de Accord Implementation Group.

Op het Europese niveau zal het nieuwe kader van vermogensseisen van de EU, dat zal zijn gebaseerd op Bazel II, in de EU-wetgeving worden opgenomen door aanpassing van de Gecodificeerde Bankenrichtlijn en de Solvabiliteitsrichtlijn. In tegenstelling tot Bazel II, dat alleen van toepassing is op internationaal opererende banken, zal het solvabiliteitskader van de EU

betrekking hebben op alle kredietinstellingen op zowel geconsolideerde als niet-geconsolideerde basis, alsmede op beleggingsondernemingen. Het kader van de EU voorziet in een verbeterde samenwerking en coördinatie tussen de banktoezichthouders door een grotere rol toe te kennen aan de "consoliderende toezichthouder". Dit is in de regel de nationale toezichthouder van de lidstaat waar de moederinstelling van het concern haar vergunning heeft verkregen als bank te opereren en die verantwoordelijk is voor het hoogste niveau van toezicht op een in de EU gevestigd grensoverschrijdend bankconcern. Het ligt in het voornemen de rol van deze toezichthouder uit te breiden door toekenning van de verantwoordelijkheid voor de coördinatie van de verwerking en goedkeuring van aanvragen van in de EU gevestigde grensoverschrijdende concerns voor de toepassing van de meer geavanceerde methoden voor het berekenen van de vermogensseisen. Versterking van de rol van de consoliderende toezichthouder zou derhalve leiden tot verlichting van de algehele toezichtlast voor dergelijke bankconcerns.

Na door de Raad van de EU te zijn geraadpleegd, heeft de ECB een opinie uitgebracht over het nieuwe solvabiliteitskader van de EU, waarin in het algemeen de strekking van de nieuwe regelgeving werd gesteund. Door de ECB werd de nadruk gelegd op de parallelle tenuitvoerlegging van het nieuwe kader van de EU en het herziene Bazelse kader, hetgeen van essentieel belang is voor het waarborgen van gelijkwaardige concurrentieverhoudingen tussen Europese banken en hun concurrenten uit andere landen. De ECB benadrukte ook de noodzaak van een verbeterde samenwerking tussen de toezichthouders bij het streven naar een consistente omzetting en tenuitvoerlegging van de EU-wetgeving in de nationale wetgeving en gebruiken. Op dit laatste terrein zal naar verwachting het Comité van Europese Banktoezichthouders (CEBS) een belangrijke rol spelen.

## 2.2 EFFECTEN

Als een van de belangrijkste maatregelen in het kader van het Actieplan voor Financiële Diensten (FSAP) heeft de Raad van de EU in mei 2004 de Richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten vastgesteld, ter vervanging van het door de Richtlijn Beleggingsdiensten van 1993 in het leven geroepen regime. In de nieuwe Richtlijn zijn uitgebreide regels vastgelegd met betrekking tot alle handelsplatforms, te weten gereguleerde markten, multilaterale handelsfaciliteiten en intermediairs die orders van cliënten intern uitvoeren. Door de Richtlijn wordt de samenwerking tussen de regelgevende instanties voor het financiële stelsel versterkt om aldus een effectief toezichtkader in de gehele EU te verwezenlijken.

Er wordt gewerkt aan de verdere harmonisatie van de verslagleggingsregels voor ondernemingen waarvan de aandelen aan Europese kapitaalmarkten zijn genoteerd. Door de Raad van de EU is in mei 2004 een politiek akkoord bereikt over een nieuwe richtlijn, die bekend staat als de Transparantierichtlijn. De invoering van geharmoniseerde en aangescherpte verslagleggingsregels zal gunstige effecten hebben op de Europese economie.

Vanwege het belang voor de integratie van de Europese financiële markten en de bevordering van de financiële stabiliteit, steunt het Eurosysteem ten volle deze beide initiatieven op het terrein van regelgeving en heeft het de totstandkoming ervan nauwgezet gevolgd. De ECB heeft daaraan ook bijgedragen via haar inbreng in het Europees Comité voor het Effectenbedrijf.

## 2.3 STANDAARDS VOOR ACCOUNTING

Het Eurosysteem heeft belang bij de ontwikkeling van een geharmoniseerd kader van accountingstandaards binnen de EU vanwege de mogelijke invloed daarvan op banken en uiteindelijk op de financiële stabiliteit. Het Eurosysteem steunt ook de ontwikkeling van nieuwe stan-

daards, aangezien daarmee verdere financiële integratie wordt bevorderd en wordt bijgedragen aan de efficiëntie van financiële markten binnen Europa. In 2004 heeft de International Accounting Standards Board (IASB) verder gewerkt aan de nieuwe accountingstandaards, en met name aan IAS 39 die betrekking heeft op het gebruik van *fair values* voor financiële instrumenten, die een groot deel van de balans van banken uitmaken.

De zorg met betrekking tot de mogelijke implicaties voor de financiële stabiliteit die vooral door de Raad van Bestuur en door prudentieel toezichthouders is geuit, was voor het IASB aanleiding een herzien consultatiedocument inzake IAS 39 uit te brengen, waarin zekere beperkingen werden gesteld aan de facultatieve toepassing van *fair value* voor financiële instrumenten. Het oordeel van de Raad van Bestuur omtrent dit consultatiedocument, dat ook op kwalitatieve elementen was gebaseerd, was in het algemeen gunstig, waarbij ervan werd uitgegaan dat de banken de facultatieve toepassing van *fair value* met voorzichtigheid zouden hanteren. Dit oordeel is in september 2004 aan de IASB bekendgemaakt in een brief van de President van de ECB, waarin ook werd opgeroepen de facultatieve toepassing van *fair value* te beperken tot het verminderen van kunstmatige volatiliteit.<sup>3</sup> De dialoog met het IASB zal in 2005 worden voortgezet.

<sup>3</sup> Deze brief is, tezamen met de bijlage met de belangrijkste resultaten van de empirische analyse, beschikbaar op de website van de ECB.



### 3 FINANCIËLE INTEGRATIE

De ECB streeft naar de integratie van de Europese financiële markten en marktinfrastructuren vanwege de belangrijke rol daarvan bij de monetaire-beleidstransmissie en de financiële stabiliteit. Bovendien levert de integratie van de financiële markten een bijdrage aan het scheppen van gelijkwaardige concurrentievoorwaarden voor alle economische subjecten, ongeacht hun vestigingsplaats binnen de EU. Daarnaast stelt artikel 105 van het Verdrag dat, onverminderd het doel van prijsstabiliteit, het ESCB steun verleent aan het algemene economische beleid in de Gemeenschap, waarbij financiële integratie een belangrijke plaats inneemt. Deze steun wordt verleend in de vorm van het nemen van rechtstreekse actie en het bevorderen van collectieve actie door marktdeelnemers.

#### **BIJDRAGE AAN HET DOOR DE EU GEVOERDE BELEID TEN AANZIEN VAN FINANCIËLE DIENSTVERLENING**

Het Actieplan voor Financiële Diensten, dat in mei 1999 door de Europese Commissie werd gelanceerd, had tot doel het stelsel van wetgeving te voltooien dat nodig was om effectief gebruik te kunnen maken van de op de markt voor financiële diensten in de gehele EU geldende vrijheden. De vaststelling, aan het einde van de zittingsperiode van het Europees Parlement medio 2004, van 39 van de 42 in het Actieplan opgenomen maatregelen van Communautaire wetgeving heeft geleid tot een aanzienlijke verbetering van de regulering van de financiële sector binnen de EU en betekent een belangrijke stap voorwaarts in het integratieproces van de Europese financiële markten en marktinfrastructuren. In juni 2004 heeft de ECB een bijdrage geleverd aan de door de Europese Commissie georganiseerde conferentie voor hoge functionarissen over de Europese financiële integratie, waarbij een eerste inventarisatie is gemaakt van de resultaten van het Actieplan. De opvatting van de ECB, die door de andere deelnemers breed werd gedeeld, was dat de mate waarin het Actieplan zal bijdragen aan de effectieve totstandkoming van een gemeenschappelijke financiële markt afhangt van de consistente tenuitvoerlegging en handhaving door de

lidstaten van de in het kader van het plan genomen maatregelen. Waarschijnlijk zal de volledige invloed van het Actieplan op de financiële instellingen en markten pas over enige tijd merkbaar worden, aangezien een groot deel van de belangrijkste maatregelen pas onlangs is vastgesteld en de meeste ervan nog op het nationale niveau moeten worden uitgevoerd.

Wat de werkzaamheden voor de toekomst betreft, is de ECB van mening dat prioriteit moet worden gegeven aan de ontwikkeling van een gestroomlijnd kader van regelgeving voor financiële instellingen. Een dergelijk kader zal, ten opzichte van de huidige opzet, moeten zijn gekenmerkt door een hogere mate van harmonisatie tussen de lidstaten en voldoende flexibiliteit moeten bieden om aanpassing aan veranderende omstandigheden mogelijk te maken. Ter aanvulling hierop zou moeten worden gestreefd naar convergentie van toezichtprocedures door middel van een verbeterde samenwerking tussen de nationale autoriteiten in onder meer de comités op niveau 3. Dit zal dan ook gepaard moeten gaan met een grondige analyse van het verband tussen financiële integratie en financiële stabiliteit. Vooral de invloed van de ontwikkeling van grensoverschrijdende bancaire dienstverlening op het beginsel van toezicht vanuit het thuisland, dat binnen het regelgevende kader van de EU een centrale plaats inneemt, zal nader moeten worden geanalyseerd. Het mededingingsbeleid zal ook onderdeel moeten vormen van het na voltooiing van het Actieplan voor Financiële Diensten heersende bestel, aangezien dit beleid van essentieel belang is voor de ontwikkeling van een pan-Europese markt. Een grotere rol voor de particuliere sector, via zelfregulering, zou ook nuttig kunnen zijn bij het bevorderen van de integratie. De ECB zal een bijdrage leveren aan de ontwikkeling van de na voltooiing van het Actieplan te nemen initiatieven. Daarbij zal kunnen worden geprofiteerd van het door de ECB verrichte onderzoek met betrekking tot de financiële integratie (zie Kader 12).

## ONDERZOEKSNETWERK INZAKE DE KAPITAALMARKTEN EN DE FINANCIËLE INTEGRATIE BINNEN EUROPA

In 2002 hebben de ECB en het Centrum voor Financiële Studiën (CFS) een onderzoeksnetwerk opgericht ter bevordering van onderzoek inzake de kapitaalmarkten en de financiële integratie binnen Europa. Het netwerk was aanvankelijk opgezet voor een periode van twee jaar, die in mei 2004 werd afgesloten met een symposium over de vijf belangrijkste aandachtsgebieden van het project.

Vooraf het onderzoek met betrekking tot het aandachtsgebied van de Europese obligatiemarkten leverde belangrijke inzichten op. De invoering van een gemeenschappelijk pan-Europees elektronisch handelsplatform (EuroMTS) heeft de transactiekosten aanzienlijk teruggebracht. Het systeem heeft niet alleen geresulteerd in een verdere integratie van dit marktsegment, maar ook in een hogere liquiditeit en een lagere rente, vooral voor regelmatig uitgegeven schatkistpapier. Er zijn echter nog steeds enkele rendementsverschillen tussen de landen, in het bijzonder voor langerlopende obligaties, die grotendeels kunnen worden verklaard uit een internationale risicofactor. Liquiditeitsverschillen spelen slechts in combinatie met deze laatste factor een rol. De zich dynamisch ontwikkelende markt voor bedrijfsobligaties laat een betrekkelijk hoge mate van integratie zien, terwijl factoren die verband houden met het land waar een obligatie is uitgegeven slechts een marginaal deel van de rendementsecants op deze obligaties verklaren.

De door het onderzoeksnetwerk gedurende de eerste twee jaar verrichte werkzaamheden hebben bijgedragen tot de vaststelling van drie belangrijke beleidsterreinen: (i) de aanpak van de structurele factoren binnen clearing- en afwikkelingsystemen die een verdere integratie in de weg staan, (ii) de actieve inzet van het mededingingsbeleid om tegen te gaan dat buitenlandse dienstverleners ten opzichte van binnenlandse worden benadeeld en (iii) het wegnemen van de resterende verschillen binnen de nationale financiële regelgeving die de pan-Europese financiële dienstverlening duurder maken dan noodzakelijk is.

Na de succesvolle afronding van de eerste fase hebben de ECB en het CFS besloten de werkzaamheden van het netwerk voort te zetten tot 2007. Voor deze tweede fase is het netwerk uitgebreid tot de nieuwe lidstaten van de EU. Mogelijke onderwerpen van studie voor deze tweede fase zijn de eerste effecten van het Actieplan voor Financiële Diensten op het functioneren van het Europese financiële stelsel, alsmede enkele gebieden die tijdens de eerste fase niet aan de orde zijn gekomen. De belangrijkste prioriteiten van het netwerk zijn uitgebreid met drie aandachtsgebieden die gedurende de eerste fase buiten beschouwing zijn gebleven: (i) het verband tussen financiële integratie en financiële stabiliteit (ii) toetreding tot de EU, financiële ontwikkeling en financiële integratie en (iii) de modernisering van het financiële stelsel en de economische groei in Europa.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Uitgebreide samenvattingen van de resultaten van de eerste fase van het netwerk zijn gepubliceerd in het rapport "Research Network on capital markets and financial integration in Europe: Results and experiences after two years", ECB en CFS, 2004, en in een speciaal nummer van de Oxford Review of Economic Policy, vol. 20(4), 2004, over "European financial integration", dat in samenwerking met het netwerk tot stand is gekomen.

### HET STEP-INITIATIEF

De particuliere sector kan bijdragen aan de financiële integratie via collectieve actie, gericht op het stimuleren van de convergentie van marktgebruiken. De ECB kan daarbij als katalysator fungeren, zoals blijkt uit de rol die zij speelt bij het Short-Term European Paper (STEP)-initiatief. De ACI, de vereniging van financiële markten, heeft dit initiatief genomen ter bevordering van de convergentie van standaards en gebruiken op de versnipperde Europese markt voor kortlopende effecten. Het is de bedoeling dat een dergelijke convergentie wordt bereikt doordat marktdeelnemers zich vrijwillig houden aan in een marktconventie vastgelegde standaards die informatieverstrekking, documentatie, afwikkeling en de verstrekking van gegevens aan het ESCB voor het opstellen van statistieken bestrijken. De ACI zal een STEP-keurmerk toekennen aan bestaande uitgifteprogramma's die aan deze standaards voldoen. Het keurmerk zal echter geen betrekking hebben op de financiële soliditeit van de emittent, de liquiditeit van de activa of de juistheid van de in het prospectus verstrekte gegevens. Bovendien zullen de nationale regels op de schuldbewijzen van toepassing blijven. De partijen achter het initiatief hebben hun aanbevelingen vastgelegd in een in maart 2004 uitgebracht rapport, waarin ook aan het ESCB enkele aanbevelingen werden gericht.

De Raad van Bestuur heeft de aanbevelingen van de ACI gezien en heeft hier in het algemeen een gunstig oordeel over geveld. Met betrekking tot de aan het ESCB gerichte aanbevelingen werd besloten dat het ESCB onder bepaalde voorwaarden gedurende de eerste twee jaar technische steun zal verlenen aan de werkzaamheden rond de invoering van een STEP-keurmerk. De verantwoordelijkheid voor het STEP-keurmerk moet echter berusten bij het Marktcomité STEP. Een dergelijke technische bijdrage aan de toekenning van het keurmerk zou het ESCB geen aanleiding geven enige actie te nemen, zoals het verbieden of uitstellen van een emissie, als een emittent niet zou voldoen aan de in de conventie vastgelegde vereisten. In een dergelijk geval zou de enige consequentie zijn dat de ACI het STEP-keurmerk voor het

emissieprogramma zou intrekken. De Raad van Bestuur heeft voorts besloten gevolg te geven aan de aanbeveling statistieken met betrekking tot rendementen en bedragen op te stellen en te publiceren, op voorwaarde van een controle op de doelmatigheid van de verzameling van de gegevens. De ACI is thans doende, met inachtneming van de besluiten van de Raad van Bestuur, het STEP-project uit te voeren.

### HET GEMEENSCHAPPELIJKE EUROBETALINGSGBIED

De ECB speelt ook een rol als katalysator bij de vorming van een Gemeenschappelijk Eurobetalingsgebied, een project dat in 2002 door het Europese bankwezen is opgezet. De bedoeling is ervoor te zorgen dat vanaf één enkele bankrekening grensoverschrijdende betalingen door het gehele eurogebied even gemakkelijk en veilig kunnen worden verricht als binnenlandse betalingen. Daarbij moet voor alle betalingen een niveau van veiligheid en doelmatigheid worden bereikt dat minstens gelijk is aan dat van de beste nationale betalingssystemen. De ECB neemt als waarnemer deel aan de Europese Betalingsraad, die door het Europese bankwezen is opgericht om leiding te geven aan het project. Gedurende geheel 2004 heeft het Eurosysteem via de Contactgroep Eurobetalingsstrategie weer nauw samengewerkt met de marktdeelnemers. Het Eurosysteem heeft ook nauw samengewerkt met de Europese Commissie, gezien de elkaar aanvullende functies die beide instellingen vervullen bij het faciliteren van het Gemeenschappelijke Eurobetalingsgebied.

In het derde voortgangsrapport over het Gemeenschappelijke Eurobetalingsgebied heeft de Raad van Bestuur een formele beoordeling gegeven van de door het bankwezen op dit terrein geboekte vorderingen.<sup>4</sup> Het Eurosysteem heeft met voldoening kennis genomen van de doelstelling van het bankwezen eind 2010 een volledige infrastructuur voor het Gemeenschappelijke Eurobetalingsgebied te verwezenlijken en heeft aanbevolen dat reeds in 2008 een

4 "Naar een Gemeenschappelijk Eurobetalingsgebied – Het derde voortgangsverslag", ECB, december 2004.

dergelijk betalingsgebied voor de burgers zou moeten worden gerealiseerd door burgers en commerciële bedrijven in de gelegenheid te stellen pan-Europese instrumenten en standaards ook voor nationale betalingen te gebruiken. De Europese Betalingsraad is verantwoordelijk voor het bepalen van de doelstellingen en de algehele strategie van het project, maar de tenuitvoerlegging kan, afhankelijk van lokale omstandigheden, verschillen. Om de nationale tenuitvoerlegging te stimuleren, heeft het Euro-systeem het bankwezen in het eurogebied gevraagd in 2005 aan de Europese Betalingsraad nationale plannen voor te leggen voor de geleidelijke overgang naar een Gemeenschappelijk Eurobetalingsgebied vóór eind 2010.

### **ELEKTRONISCHE BETALINGEN**

Elektronische betalingen zijn betalingen die elektronisch worden geïnitieerd en verwerkt. De werkzaamheden van het Eurosysteem met betrekking tot het elektronische betalingsverkeer bestaan uit het bevorderen van de samenwerking en consensus op de markt voor elektronische betalingen, het volgen van de ontwikkeling van die markt, het bevorderen van de veiligheid van het betalingsverkeer op die markt en het verbeteren van de daarop betrekking hebbende statistische informatie. In 2004 heeft de ECB wederom de website van het Observatorium voor elektronische betalingen<sup>5</sup> verzorgd. Voorts heeft de ECB in november een conferentie gehouden onder de naam “Elektronisch betalingsverkeer zonder grenzen”, waarbij vooraf een discussiedocument voor commentaar was uitgebracht. Hoewel in het algemeen gesproken enige voortgang is geboekt, moet nog veel gebeuren om veilige, gebruikersvriendelijke en doelmatige systemen voor grensoverschrijdende elektronische betalingen tot stand te brengen. Dit geldt vooral voor elektronische retail-betalingen, waar de operationele kenmerken, tarieven en voorschriften nog aanzienlijke verschillen vertonen.

### **SYSTEMEN VOOR KAARTBETALINGEN**

Door het Eurosysteem wordt groot belang gehecht aan betaalkaarten als een van de belangrijkste girale betaalmiddelen, met name

in een grensoverschrijdend kader. Door de ECB is een enquête gehouden om meer informatie te verkrijgen over de structuur van deze sector in Europa en over de verschillende wijzen waarop kaartbetalingen worden verwerkt en afgewikkeld. Daarbij is aandacht besteed aan aspecten aangaande beheer en controle, uitgifte en verkrijging, de algemene technische infrastructuur, alsmede de risicobeheersing en de juridische opzet. Door de ECB is ook een rondetafelconferentie over betaalkaarten georganiseerd, met de grootste belanghebbenden en spelers op dit terrein. Bij die gelegenheid is door het Euro-systeem gesteld dat het in toenemende mate belang hecht aan dit terrein als onderdeel van de werkzaamheden ter bevordering van een Gemeenschappelijk Eurobetalingsgebied en zijn diverse onderwerpen vastgesteld die nader moeten worden gezien, zoals uitwisselingstarieven, kaartacceptatie, het regelgevende kader en het voorkomen van fraude.

### **INFRASTRUCTUUR VAN DE EFFECTENCLEARING EN -AFWIKKELING**

In april 2004 heeft de Europese Commissie een mededeling voor openbare consultatie uitgebracht over clearing en afwikkeling, waarin de werkzaamheden werden geschetst die de Commissie voornemens is uit te voeren ter bevordering van de Europese integratie en de doelmatigheid op dit terrein. Het Eurosysteem heeft hierop positief gereageerd.<sup>6</sup>

De ECB stimuleert de integratie en hervorming van de effectenclearing en -afwikkeling door deelname aan de door de Commissie in 2004 opgerichte Adviserende en Toezichthoudende Groep inzake Clearing en Afwikkeling. Zo draagt de ECB bij tot de coördinatie van initiatieven vanuit de particuliere sector en de overheid en wordt contact onderhouden met de markt, teneinde de door de Giovannini-groep, een groep van financiële deskundigen die de Commissie adviseert omtrent aangelegenheden

5 Het Observatorium biedt een platform voor het delen van informatie over elektronische betalingen. De website is te vinden op [www.e-pso.info](http://www.e-pso.info).

6 “Communication on clearing and settlement – the Eurosystem’s response”, ECB, juli 2004.

aangaande de financiële sector, gesignaleerde technische obstakels te helpen wegnemen. Voorts heeft de ECB een gezamenlijke bijeenkomst gehouden met de European Central Securities Depositories Association en de Central and Eastern European Central Securities Depositories Association, waarbij is gesproken over de integratie van de clearing en afwikkelingssector binnen de EU. De ECB zou graag zien dat verdere stappen worden gezet naar de vorming van één enkele Europese vereniging van centrale effectenbewaarinstellingen.

Het consolidatieproces binnen de Europese effecteninfrastructuur is in 2004 voortgezet met de fusie tussen de Finse en de Zweeds centrale effectenbewaarinstellingen. Op de lange termijn wil de nieuwe groep gebruik gaan maken van een gemeenschappelijk technisch platform.

#### **HET TOEZICHT OP DE FINANCIËLE INTEGRATIE**

Door de ECB zijn verscheidene indicatoren ontwikkeld om de mate van financiële integratie binnen het eurogebied te meten. Een aantal van deze indicatoren is opgenomen in een in 2004 gepubliceerde Occasional Paper van de ECB.<sup>7</sup> De indicatoren dienen als basis voor de beoordeling van de voortgang van de integratie op verschillende financiële markten. In Kader 13 wordt nader ingegaan op de integratie op de kredietmarkt van het eurogebied. De ECB is voornemens de voortgang van de financiële integratie in de toekomst te blijven meten.

<sup>7</sup> Zie L. Baele *et al.*, "Measuring financial integration in the euro area", ECB Occasional Paper 14, mei 2004.

### **Kader 13**

#### **FINANCIËLE INTEGRATIE OP DE KREDIETMARKT IN HET EUROGEBIED**

Door de rente tussen de verschillende landen te vergelijken wordt een belangrijke aanwijzing verkregen over de integratie op de bancaire retail-markt. Naarmate de integratie voortschrijdt, mag worden verwacht dat de renteversillen voor gelijksoortige bancaire producten tussen de landen afnemen. Door verschillen in producten en instellingen is het echter in de praktijk moeilijk vast te stellen of die verschillen ook in werkelijkheid afnemen. Dit geldt vooral voor de retail-sector, waar de markten in het eurogebied nog steeds overwegend lokaal gericht zijn. Afgezien van geografische belemmeringen zijn er nog vele andere oorzaken van verschillen tussen landen, zoals economische, structurele en institutionele factoren. Dergelijke factoren hebben bijvoorbeeld betrekking op verschillen in regelgeving, concurrentie, verhoudingen tussen bank en cliënt en de algehele ontwikkeling van het financiële stelsel.

De geharmoniseerde rentestatistieken van de ECB kunnen worden benut voor de meting van de integratie op de kredietmarkt in het eurogebied. Bij het interpreteren van de gegevens moet echter worden bedacht dat zich binnen elke rentecategorie nog steeds een aanzienlijke mate van heterogeniteit tussen de verschillende nationale reeksen kan voordoen. Dit vloeit bijvoorbeeld voort uit de aggregatie van verschillende instrumenten binnen de vastgestelde looptijdgrenzen en de aggregatie van leningen met en zonder onderpand binnen eenzelfde categorie. Rekening houdend met de gegevensbeperkingen, geven verscheidene integratiemaatstaven op basis van de spreiding van de rente tussen de landen van het eurogebied aan dat de mate van integratie aanzienlijke verschillen vertoont tussen de verschillende marktsegmenten. Zo lijkt de mate van integratie hoger voor woninghypotheken voor huishoudens en kortlopende leningen voor niet-financiële vennootschappen, en lager voor rekening-courantkrediet voor niet-financiële vennootschappen en consumptieve leningen aan huishoudens.

## 4 HET TOEZICHT OP DE MARKTINFRASTRUCTUREN

Tot de statutaire taken van het Eurosysteem behoort het uitoefenen van toezicht op betalings- en clearingsystemen (“oversight”). Het toezicht strekt ertoe te waarborgen dat de gehele organisatie van het betalingsverkeer binnen de economie doelmatig en veilig is. Daarnaast heeft het Eurosysteem er belang bij dat andere infrastructuren waarin de overboeking van effecten wordt verzorgd, zoals effectenclearingen -afwikkelingsystemen, goed functioneren omdat storingen bij de afwikkeling van onderpand de uitvoering van het monetaire beleid en de goede werking van betalingssystemen in gevaar kunnen brengen.

### 4.1 HET TOEZICHT OP HET HOOGWAARDIGE BETALINGSVERKEER IN EURO EN DE DAARBIJ GEBRUIKTE INFRASTRUCTUREN

De rol van het Eurosysteem als toezichthouder betreft alle eurobetalingssystemen, met inbegrip van die welke worden beheerd door het Eurosysteem zelf. Het Eurosysteem past dezelfde toezichtnormen toe op zowel zijn eigen systemen als die welke in particuliere handen zijn. Deze normen zijn de “Core Principles for Systemically Important Payment Systems”, die in 2001 door de Raad van Bestuur zijn vastgesteld als grondslag voor het toezichtbeleid ten aanzien van systeemkritische betalingssystemen.

#### TARGET EN ANDERE SYSTEMEN VOOR HET HOOGWAARDIGE BETALINGSVERKEER IN EURO

Het toezichtkader voor TARGET is verder ontwikkeld door middel van de vaststelling van minimale methodologische vereisten waaraan alle nationale centrale banken en de ECB bij het toezicht op TARGET moeten voldoen. De toezichthouders op TARGET hebben nu ook vanuit toezichtoogpunt de blik op TARGET2 gericht.

In 2004 zijn de systemen voor hoogwaardige betalingen in euro op basis van de medio 2003 bestaande situatie getoetst aan de Core Principles. De algehele resultaten daarvan zijn in mei 2004 bekendgemaakt. Geconstateerd werd dat alle componenten van TARGET in hoge mate

aan de Core Principles voldoen. Vastgesteld werd dat een gering aantal verbeteringen moest worden aangebracht met betrekking tot de economische doelmatigheid en de bedrijfscontinuïteit. Hieraan zal door de toezichthouders op en de exploitanten van TARGET gevolg worden gegeven. De toezichthouders op TARGET erkenden de belangrijke rol die de exploitanten van TARGET spelen bij het waarborgen van de veilige werking van het systeem door middel van de door hen uitgeoefende risicobeheersing. De beoordeling door de toezichthouders van het door de exploitanten van TARGET opgestelde statusrapport over de risicosituatie binnen het systeem was in het algemeen positief. De toetsing van de in particulier eigendom geëxploiteerde betalingssystemen voor grote betalingen in euro heeft geen belangrijke tekortkomingen aan het licht gebracht.

#### EURO 1

Het toezicht op EURO 1 spitste zich toe op de plannen van EBA Clearing (EBA), de exploitant van EURO 1, voor de verdere ontwikkeling van het zogeheten flexibele verrekeningsmechanisme, dat banken in staat stelt hun posities binnen STEP 2 in EURO 1 te verrekenen zonder rechtstreeks lid/aandeelhouder van EURO 1 te worden. STEP 2 is het retail-betalingssysteem van de EBA. Op voorwaarde dat de ECB als toezichthouder akkoord gaat, is de EBA van plan deze functie, die thans specifiek is voorbehouden aan zogeheten voorgefinancierde deelnemers in EURO 1, uit te breiden zodat alle deelnemers aan EURO 1 via het TARGET-systeem centrale-bankgeld kunnen overmaken naar EURO 1 om hun verwerkingscapaciteit daarin te vergroten.

#### CLS-SYSTEEM

In het Continuous Linked Settlement (CLS)-systeem worden valutatransacties op basis van betaling-tegen-betaling verrekend, zodat het valutaverrekeningsrisico in hoge mate wordt opgeheven. Thans worden binnen het systeem transacties in 15 internationaal verhandelde valuta's verrekend, met inbegrip, sinds december 2004, van de Hongkong dollar, de Nieuw-

Zeelandse dollar, de Koreaanse won en de Zuid-Afrikaanse rand.

In december 2004 werden binnen het CLS-systeem gemiddeld 69.000 transacties per dag verwerkt, met een gemiddelde waarde per dag van USD 960 miljard.<sup>8</sup> Volgens een door de BIS in april 2004 gehouden enquête, nam het CLS-systeem ten tijde van de enquête ongeveer een kwart van de totale valutamarkt voor zijn rekening. Na de Amerikaanse dollar is de euro de belangrijkste verrekeningsvaluta. In december 2004 werd in het CLS-systeem gemiddeld voor EUR 309 miljard per dag in euro verrekend, oftewel 22% van het totaal aan verrekende bedragen (verrekeningen in Amerikaanse dollars maakten daarvan 46% uit). Het aandeel van de euro is ten opzichte van 2003 licht gedaald als gevolg van het thans grotere aantal binnen het CLS-systeem verrekende valuta's alsmede van waarderingseffecten.

De ECB speelt met betrekking tot het CLS-systeem een tweeledige rol. Zij is betrokken bij het toezicht op het systeem en ze verricht verrekeningsdiensten. De ECB neemt deel aan het coöperatieve toezicht op het CLS-systeem, dat wordt uitgeoefend door de centrale banken van de G-10 en de niet-G-10 landen waarvan de valuta's binnen het systeem worden verrekend, met de Fed als eerste toezichthouder. In 2004 heeft de ECB het toezicht in hoofdzaak gericht op de verdere versterking van het weerstandsvermogen van het CLS-systeem en op het waarborgen van de ontwikkeling van een objectief kader voor het opnemen van nieuwe valuta's.

De ECB beschouwt het CLS-systeem als een zeer overtuigende oplossing voor de vermindering van het valutaverrekeningsrisico voor transacties waarbij de euro is betrokken. Binnen het CLS-systeem wordt echter slechts een minderheid verrekend van de wholesale-valuta-transacties waarbij de euro is betrokken. Derhalve is de banken gevraagd hun verrekeningsprocedures voor valutatransacties aan een beoordeling te onderwerpen en te bezien of de door hen daarbij gehanteerde methoden voor het verminderen van het risico passend zijn.

## SWIFT

De Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication (SWIFT) stelt een berichtennetwerk ter beschikking voor de veilige uitwisseling van financiële berichten tussen financiële instellingen. Hoewel SWIFT zelf geen bank of financiële instelling is, wordt er vanuit de centrale banken toezicht op gehouden vanwege het belang ervan voor de goede werking van het mondiale financiële stelsel. De ECB levert een bijdrage aan het toezicht op SWIFT, dat ten uitvoer wordt gelegd in samenwerking tussen de centrale banken van de G-10, met de Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique als eerste toezichthouder. In 2004 is het toezichtkader versterkt om de betrokkenheid van alle toezichthouders vanuit de G-10 te waarborgen en om tot een betere rapportage en communicatie tussen SWIFT en de toezichthouders te komen. Het toezicht was met name gericht op de crisisbestendigheid van SWIFT, de interne risicobeheersingprocessen en de vervanging van het oude berichtennetwerk van SWIFT door SWIFTNet, een op internet gebaseerde technische infrastructuur.

## CORRESPONDENTBANKEN

Banken hebben vaak regelingen getroffen voor het onderling verlenen van betalingsdiensten en aanverwante faciliteiten, in hoofdzaak voor grensoverschrijdende betalingen. Dit staat bekend als het stelsel van correspondentbanken. In 2004 heeft het Eurosysteem de vierde enquête gehouden met betrekking tot het stelsel van correspondentbanken. De resultaten hiervan bevestigden dat voor de euro dit stelsel in hoge mate is geconcentreerd bij enkele banken binnen de EU. Op dit moment levert dit geen rechtstreeks systeemrisico op; gezien het belang dat het Eurosysteem heeft bij de stabiliteit van het financiële stelsel als geheel, zullen de ontwikkelingen op dit terrein ook in de toekomst verder worden gevolgd.

<sup>8</sup> Elke verrekening bestaat uit twee transacties, één in elk van de betrokken valuta's. In december 2004 heeft het CLS derhalve transacties verrekend met een gemiddelde waarde per dag gelijk aan USD 1.920 miljard.

## 4.2 HET RETAIL-BETALINGSVERKEER

### HET TOEZICHT OP HET RETAIL-BETALINGSVERKEER

Bij een in 2004 gehouden classificatie op basis van de in 2003 door de Raad van Bestuur vastgestelde “Standaards in het kader van het toezicht op betalingssystemen voor retail-betalingen in euro”, is gebleken dat 15 systemen voor retail-betalingen in euro onder het toezicht van het Eurosysteem vallen. Bij zes daarvan werd geconcludeerd dat zij van systeemkritisch belang zijn en derhalve moeten voldoen aan alle tien Core Principles. Zeven ervan bleken van groot belang te zijn en moeten derhalve voldoen aan de Standaards van het Eurosysteem voor Retail-Betalingen (een onderdeel van de Core Principles). Twee systemen bleken in geen van beide categorieën te vallen en zullen onderhevig zijn aan toezichtstandaards zodra deze door de desbetreffende toezichthouder worden vastgesteld. De systemen van systeemkritisch belang en die van groot belang worden aan de toezichtstandaards getoetst door de desbetreffende nationale centrale banken, terwijl de ECB verantwoordelijk is voor de toetsing van het STEP 2-systeem van de EBA. De algehele toetsing wordt gecoördineerd op het niveau van het Eurosysteem, waar ook zorg wordt gedragen voor de consistentie tussen de landen.

### SYSTEMEN VOOR ELEKTRONISCH GELD

Na de vaststelling van de doelstellingen ten aanzien van de veiligheid van elektronisch-geldsystemen en op basis van de vrijwillige toetsing van enkele van deze systemen, heeft het Eurosysteem in 2004 een aanvang gemaakt met de verdere uitwerking van de methodologische vereisten en het referentiekader voor de voor 2005 voorgenomen toetsing van de desbetreffende systemen.

## 4.3 EFFECTENCLEARING- EN -AFWIKKELSYSTEMEN

Het Eurosysteem speelt op het gebied van het functioneren van effectenclearing- en -afwikkelssystemen en het toezicht daarop een twee-



dige rol. Ten eerste toetst de Raad van Bestuur of door de effectenafwikkelssystemen in de EU aan negen specifieke gebruikersstandaards<sup>9</sup> wordt voldaan. Ten tweede werkt het Eurosysteem samen met andere autoriteiten die op het niveau van de EU verantwoordelijk zijn voor de regelgeving voor – en het toezicht op – effectenclearing- en -afwikkelssystemen. In dit kader heeft de ECB, als lid van de Adviserende en Toezichthoudende Groep inzake Clearing en Afwikkeling van de Commissie, een discussie bevorderd over de ontwikkeling van een pan-Europees regelgevend kader voor clearing en afwikkeling. De samenwerking tussen het ESCB en het Comité van Europese Effectenregelgevers is van essentieel belang geweest voor de ontwikkeling van pan-Europese standaards die op clearing en afwikkeling van toepassing zullen zijn. Voorts heeft de ECB een bijdrage geleverd aan de Groep van Dertig, een internationale denktank, om te waarborgen dat de in 2003 gepubliceerde aanbevelingen van de Groep met betrekking tot clearing en afwikkeling ten uitvoer werden gelegd op een wijze die spoorde met de initiatieven van de EU. De ECB heeft ook vorm gegeven aan het initiatief van de

<sup>9</sup> Bij ontstentenis van geharmoniseerde standaards op het niveau van de EU, zijn de gebruikersstandaards *de facto* beschouwd als de gemeenschappelijke standaards voor effectenafwikkelssystemen in de EU en worden zij derhalve in dit hoofdstuk behandeld. De gebruikersstandaards zijn evenwel niet bedoeld als een allesomvattend stelsel van normen voor het toezicht op effectenafwikkelssystemen.



Commissie om de Richtlijn betreffende het definitieve karakter van de afwikkeling van betalingen en effectentransacties, die voor het eerst in 1998 is vastgesteld, te actualiseren. Tenslotte heeft de ECB een bijdrage geleverd aan de door het Comité voor Betalings- en Verrekeningssystemen en de Internationale Organisatie van Effectentoezichthouders opgestelde aanbevelingen voor centrale tegenpartijen.

### TOETSING VAN EFFECTENAFWIKKELSYSTEMEN

Alle krediettransacties van het Eurosysteem moeten zijn gedekt door toereikend onderpand in de vorm van beleenbare activa. Dit omvat effecten die aan het Eurosysteem worden geleverd via effectenafwikkelssystemen. Dit zijn dienstverleners die zich hebben gespecialiseerd in de overdracht van de juridische eigendom van, of gelijkwaardige rechten ten aanzien van, beleenbare effecten van de ene aan de andere partij. Om te waarborgen dat hierbij geen onnodig risico wordt gelopen, toetst het Eurosysteem jaarlijks de ingeschakelde effectenafwikkelssystemen aan de negen gebruikersstandaards.<sup>10</sup> De in 2004 uitgevoerde toetsing had betrekking op 18 effectenafwikkelssystemen. Geconcludeerd werd dat deze systemen in hoge mate voldeden aan de gebruikersstandaards en dat werd gestreefd naar verdere verbeteringen. Bij sommige systemen is de operationele betrouwbaarheid verbeterd en zijn maatregelen genomen om de financiële soliditeit van de exploitanten te versterken. Het Eurosysteem houdt hierop toezicht en steunt alle pogingen de doelmatigheid en de veiligheid te verbeteren van de effectenafwikkelssystemen waarvan bij de krediettransacties gebruik wordt gemaakt.

### SAMENWERKING MET HET COMITÉ VAN EUROPESE EFFECTENREGELGEVERS

In 2001 heeft de Raad van Bestuur een kader voor samenwerking tussen het ESCB en het Comité van Europese Effectenregelgevers inzake effectenclearing- en -afwikkelssystemen goedgekeurd. Daarbij is een werkgroep ingesteld bestaande uit één vertegenwoordiger van elke centrale bank van het ESCB en van elke effectenregelgever binnen genoemd Comité.

Door de werkgroep is een rapport opgesteld onder de titel “Standards for securities clearing and settlement in the European Union”<sup>11</sup>, dat in oktober 2004 door zowel de Raad van Bestuur als het Comité van Europese Effectenregelgevers is goedgekeurd. Op basis van de door het Comité voor Betalings- en Verrekeningssystemen en de Internationale Organisatie van Effectentoezichthouders opgestelde aanbevelingen voor effectenafwikkelssystemen, bevat het rapport van het ESCB en het Comité van Europese Effectenregelgevers 19 standaards die erop zijn gericht de veiligheid, soliditeit en doelmatigheid van de clearing en afwikkeling van effectentransacties in de EU te verbeteren (zie Kader 14). In vergelijking met genoemde aanbevelingen, bevatten de standaards op sommige terreinen verdergaande en strengere eisen vanwege de specifieke kenmerken van de Europese markten. In het algemeen zijn de standaards erop gericht de integratie van de kapitaalmarkten in de EU te bevorderen, zodat daarin meer nadruk wordt gelegd op gemeenschappelijke oplossingen en onderlinge verenigbaarheid. Met het werk van de Commissie op dit terrein is rekening gehouden.

De werkgroep heeft op een open en transparante wijze gewerkt. Belanghebbenden op het terrein van effectenclearing en -afwikkeling is bij een aantal gelegenheden gevraagd om commentaar op het geleverde werk. De ontvangen bijdragen zijn zorgvuldig bestudeerd en door de werkgroep is alles gedaan om in de uiteindelijke standaards rekening te houden met de tot uitdrukking gebrachte opvattingen. De standaards zullen pas van toepassing worden als in vervolg op het rapport de methodiek voor het toetsen van de systemen is ontwikkeld. Sinds oktober 2004 heeft de groep op de volgende vier terreinen de werkzaamheden voortgezet: (i) ontwikkeling van de toetsingsmethodiek voor de standaards voor effectenafwikkelssystemen, (ii) ontwikkeling van standaards en een methodiek voor de toetsing van centrale tegen-

<sup>10</sup> “Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations”, januari 1998.

<sup>11</sup> Beschikbaar op de website van de ECB.

partijen, (iii) analyse van aangelegenheden met betrekking tot belangrijke bewaarinstellingen en (iv) analyse van onderwerpen die van belang zijn voor de samenwerking tussen regelgevende autoriteiten en toezichthouders.

## Kader 14

### STANDAARDS VOOR EFFECTENCLEARING EN -AFWIKKELING IN DE EUROPESE UNIE

#### *Standaard 1: Juridisch kader*

Effectenclearing- en -afwikkelingsystemen alsmede de koppelingen ertussen moeten in de desbetreffende jurisdicties een goedgefundeerde, duidelijke en transparante juridische grondslag hebben.

#### *Standaard 2: Bevestiging van transacties en vergelijking van instructies*

Transacties tussen directe marktdeelnemers moeten zo spoedig mogelijk na uitvoering van de transactie worden bevestigd, doch uiterlijk op de transactiedatum (T+0). In die gevallen waarin bevestiging van transacties tussen indirecte marktdeelnemers (zoals institutionele beleggers) is vereist, moet dit zo spoedig mogelijk na uitvoering van de transactie geschieden, bij voorkeur op T+0, doch uiterlijk op T+1.

De afwikkelinstructies moeten zo spoedig mogelijk met elkaar worden vergeleken en bij afwikkelingscycli die tot na T+0 doorlopen, dient dit uiterlijk op de dag vóór de aangegeven afwikkeldatum te geschieden.

#### *Standaard 3: Afwikkelingscycli en bedrijfstijden*

Op alle effectenmarkten dient de afwikkeling te geschieden door middel van rolling settlement. De uiteindelijke afwikkeling dient uiterlijk op T+3 te geschieden. De baten en kosten van kortere afwikkelingscycli dan T+3 in de gehele EU moeten worden onderzocht.

Centrale effectenbewaarinstellingen en, in voorkomende gevallen, centrale tegenpartijen moeten hun bedrijfstijden (uren en dagen) harmoniseren en moeten in elk geval gedurende de bedrijfstijd van TARGET zijn geopend voor in euro luidende transacties.

#### *Standaard 4: Centrale tegenpartijen*

De baten en kosten van de oprichting van een centrale tegenpartij moeten worden onderzocht. In die gevallen waarin een dergelijk mechanisme wordt ingevoerd, moet de centrale tegenpartij de gelopen risico's strikt beheersen.

#### *Standaard 5: Effectenin- en -uitleentransacties*

Effectenin- en -uitleentransacties (of repo's en andere economisch gelijkwaardige transacties) moeten worden aangemoedigd als methode ter voorkoming van afwikkelingsproblemen en om de afwikkeling van effectentransacties te versnellen. Obstakels die de uitleen van effecten voor dat doel belemmeren, dienen te worden weggenomen. De regelingen voor de uitleen van effecten moeten solide, veilig en doelmatig zijn.

#### *Standaard 6: Centrale effectenbewaarinstellingen*

Effecten moeten zoveel mogelijk worden geïmmobiliseerd of gedematerialiseerd en binnen centrale effectenbewaarinstellingen giraal worden overgeboekt. Om de integriteit van effectenemissies en de belangen van beleggers veilig te stellen, moet de centrale effectenbewaarinstel-

ling waarborgen dat de emissie, de aanhouding en de overdracht op adequate en passende wijze geschieden.

*Standaard 7: Levering tegen betaling*

Het hoofdsomrisico moet worden opgeheven door de overdracht van effecten zodanig aan de overdracht van geld te koppelen dat levering tegen betaling wordt gewaarborgd.

*Standaard 8: Onherroepelijkheid van de afwikkeling*

Onherroepelijkheid van de afwikkeling binnen de werkdag moet worden verkregen door real-time- en/of multiple-batch-verwerking om de risico's te verminderen en een doelmatige afwikkeling tussen systemen mogelijk te maken.

*Standaard 9: Beheersing van het krediet- en het liquiditeitsrisico*

Vanuit het oogpunt van systeemstabiliteit is het van belang dat centrale effectenbewaarinstellingen zonder onderbreking functioneren. Derhalve moeten centrale effectenbewaarinstellingen, als het deze krachtens de nationale wetgeving is toegestaan krediet te verlenen, hun kredietverlening beperken tot hetgeen noodzakelijk is voor de goede werking van de effectenafwikkeling en de dienstverlening met betrekking tot activa. Centrale effectenbewaarinstellingen die krediet (met inbegrip van krediet gedurende de werkdag en krediet tot de volgende ochtend) verlenen moeten, waar maar enigszins mogelijk, ervoor zorgen dat hun kredietuitzettingen volledig zijn gedekt door onderpand. De verstrekking van niet door onderpand gedekt krediet moet worden beperkt tot een gering aantal goed omschreven gevallen en onderworpen zijn aan adequate maatregelen van risicobeheersing, met inbegrip van limieten inzake de hoogte van de uitzetting, de kwaliteit van de tegenpartij en de duur van het krediet.

De meeste bewaarinstellingen zijn onderworpen aan de bancaire regelgeving van de EU. Ten aanzien van bewaarinstellingen die voor grote bedragen effectentransacties afwickelen, moeten, om de aan deze effectenafwikkeling verbonden systeemrisico's te beperken, de nationale effectenregelgevers en banktoezichthouders het door deze instellingen gehanteerde risicobeheersingsbeleid aan een onderzoek onderwerpen om te beoordelen of dit in verhouding staat tot de voor het financiële stelsel opgeroepen risico's. Daarbij moet vooral de mogelijkheid worden onderzocht van een hogere onderpandsdekking voor kredietuitzettingen, met inbegrip van krediet binnen de werkdag.

Exploitanten van systemen die werken op basis van netto verrekening moeten risicobeheersingmaatregelen hanteren die minimaal een tijdige afwikkeling waarborgen als de deelnemer met de grootste betalingsverplichting in gebreke blijft. De betrouwbaarste maatregelen bestaan uit een combinatie van onderpandseisen en leninglimieten.

*Standaard 10: Bij de afwikkeling gebruikte activa*

De activa die worden gebruikt ter voldoening aan betalingsverplichtingen uit hoofde van effectentransacties mogen weinig of geen krediet- of liquiditeitsrisico met zich meebrengen. Als geen centrale-bankgeld wordt gebruikt, moeten maatregelen worden genomen om de deelnemers aan het systeem te beschermen tegen mogelijke verliezen en liquiditeitsproblemen als gevolg van de deconfiture van de verrekenende instantie waarvan de activa voor dat doel worden gebruikt.

*Standaard 11: Operationele betrouwbaarheid*

Bronnen van operationeel risico bij het clearing- en afwikkelproces moeten worden gesignaleerd, gevolgd en regelmatig aan een beoordeling onderworpen. Dit risico dient te worden geminimaliseerd door de ontwikkeling van passende systemen en effectieve maatregelen en proce-

dures. De systemen en de daarmee verband houdende functies moeten: (i) betrouwbaar en veilig zijn, (ii) zijn gebaseerd op degelijke technische oplossingen, (iii) worden ontwikkeld en onderhouden volgens beproefde procedures, (iv) een toereikende, uitbreidbare capaciteit hebben, (v) zijn uitgerust met passende voorzieningen inzake bedrijfscontinuïteit en uitwijk, en (vi) regelmatig worden onderworpen aan een onafhankelijke controle van de procedures die een tijdige hervatting van de werkzaamheden en de voltooiing van het afwikkelproces mogelijk moeten maken.

*Standaard 12: Bescherming van de effecten van de cliënt*

Instellingen die effecten in bewaring houden, moeten gebruik maken van zodanige administratieve methoden en bewaarnemingsprocedures dat de effecten van cliënten volledig worden beschermd. Het is van het grootste belang dat de effecten van cliënten worden gevrijwaard van aanspraken van crediteuren van alle bij de bewaarnemingsketen betrokken instellingen.

*Standaard 13: Beheer en controle*

De regelingen ten aanzien van beheer en controle bij centrale effectenbewaarinstellingen en centrale tegenpartijen dienen erop te zijn gericht aan eisen van algemeen belang te voldoen en de doelstellingen van eigenaren en marktdeelnemers te bevorderen.

*Standaard 14: Toegang*

Centrale effectenbewaarinstellingen en centrale tegenpartijen dienen objectieve en publiekelijk bekendgemaakte criteria voor deelneming te hanteren, waardoor een eerlijke en open toegang mogelijk wordt gemaakt. Regels en vereisten waardoor de toegang wordt beperkt, dienen te zijn gericht op risicobeheersing.

*Standaard 15: Doelmatigheid*

Effectenclearing- en -afwikkelingsystemen moeten, met behoud van een veilige en zekere werking, doelmatig zijn.

*Standaard 16: Communicatieprocedures, berichtenstandaards en verwerking op straight-through-basis*

Instellingen die effectenclearing- en -afwikkelingsdiensten verlenen en de deelnemers aan de door hen geëxploiteerde systemen moeten gebruik maken van – of kunnen werken met – de desbetreffende internationale communicatieprocedures en standaards voor het berichtenverkeer en referentiegegevens ter bevordering van een doelmatige clearing en afwikkeling tussen verschillende systemen. Dit bevordert straight-through-verwerking bij de gehele verwerkingsketen van de effectentransactie.

Dienstverleners moeten overgaan op straight-through-verwerking ter bevordering van een tijdige, veilige en vanuit kosten oogpunt doelmatige verwerking van effectentransacties, met inbegrip van bevestiging, vergelijking van instructies, saldering, afwikkeling en bewaring.

*Standaard 17: Transparantie*

Centrale effectenbewaarinstellingen en centrale tegenpartijen moeten de marktdeelnemers van voldoende informatie voorzien om deze in staat te stellen de met effectenclearing- en -afwikkelingsdiensten gepaard gaande risico's en kosten precies te bepalen en te beoordelen.

Belangrijke bewaarinstellingen moeten voldoende informatie verschaffen om hun cliënten in staat te stellen de met effectenclearing- en -afwikkelingsdiensten gepaard gaande risico's precies te bepalen en te beoordelen.

*Standaard 18: Regelgeving en toezicht*

Instellingen die effectenclearing- en -afwikkelingsdiensten verlenen, moeten ten minste zijn onderworpen aan transparante, consistente en effectieve regelgeving en toezicht. Effectenclearing- en -afwikkelingsystemen/regelingen moeten ten minste zijn onderworpen aan transparant, consistent en effectief toezicht vanuit de centrale bank. Centrale banken, effectenregelgevers en banken-toezichthouders dienen op effectieve en transparante wijze onderling samen te werken, zowel nationaal als grensoverschrijdend (vooral binnen de Europese Unie).

*Standaard 19: Risico's bij koppelingen tussen systemen<sup>1</sup>*

Centrale effectenbewaarinstellingen die koppelingen tot stand brengen voor de afwikkeling van transacties tussen verschillende systemen moeten dergelijke koppelingen zodanig vorm geven en gebruiken dat daarmee de met de afwikkeling tussen verschillende systemen gepaard gaande risico's effectief worden verminderd.

<sup>1</sup> Deze standaard heeft geen betrekking op door centrale tegenpartijen tot stand gebrachte koppelingen. Dit onderwerp zal worden behandeld als onderdeel van de toekomstige werkzaamheden van het ESCB en het Comité van Europese Effectenregelgevers met betrekking tot centrale tegenpartijen.



**Kunstenaar**

Ana Luísa Ribeiro

**Titel**

Zonder Titel, 2002

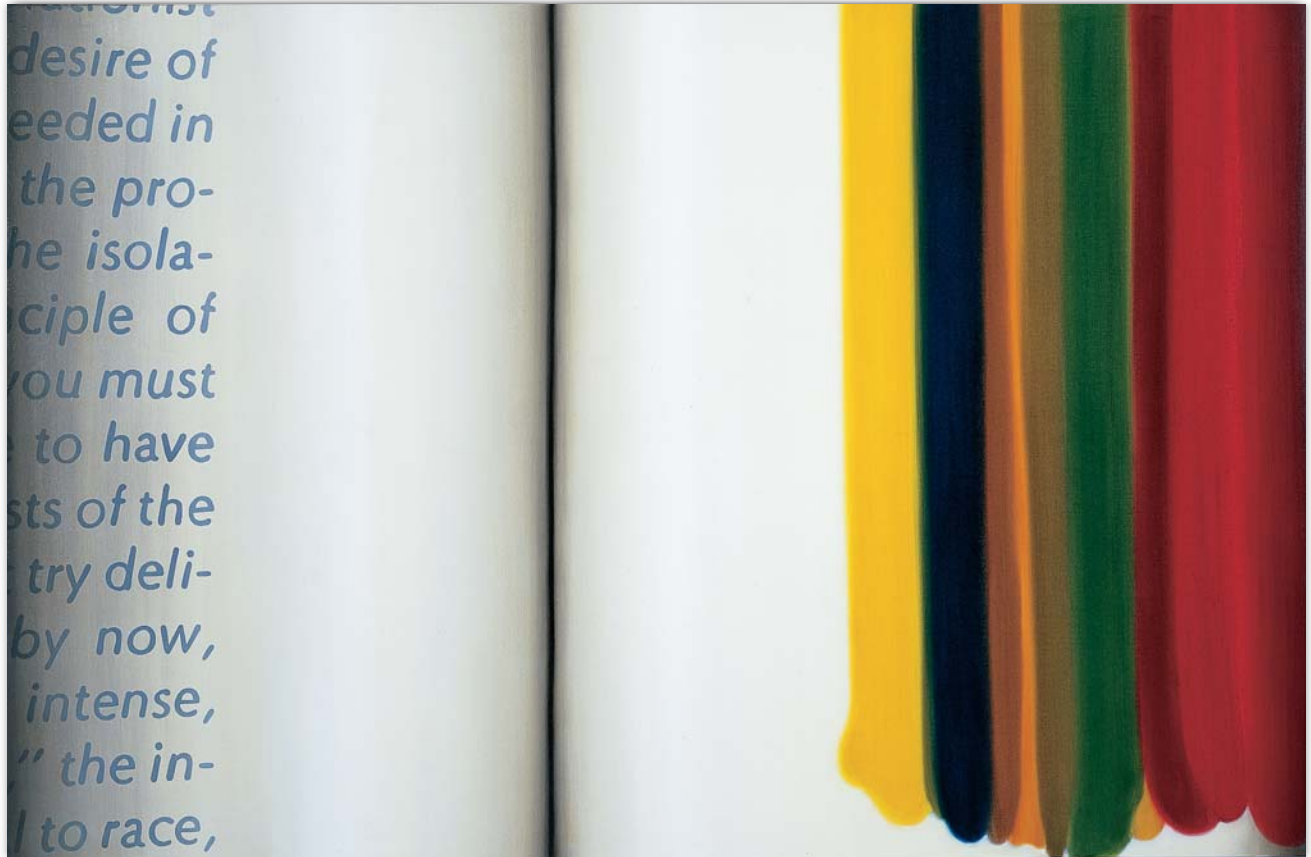
**Materiaal**

Olieverf op doek

**Afmetingen**

150 × 230 cm

© Europese Centrale Bank



## HOOFDSTUK 4

# EUROPESE EN INTERNATIONALE BETREKKINGEN



# I EUROPESE AANGELEGENHEDEN

## I.1 BELEIDSAANGELEGENHEDEN

### HET STABILITEITS- EN GROEI-PACT

In 2004 werd geconstateerd dat twee eurolanden, te weten Griekenland en Nederland, en zes van de tien nieuwe lidstaten van de EU, te weten Tsjechië, Cyprus, Hongarije, Malta, Polen en Slowakije, zich in een buitensporig-tekortsituatie bevonden (zie ook paragraaf 2.5 in Hoofdstuk 1). De buitensporig-tekortprocedures voor Frankrijk en Duitsland, die in 2003 in gang waren gezet, bleven van toepassing, hoewel deze *de facto* werden opgeschort na de conclusies van de Ecofin-Raad van 25 november 2003. Deze conclusies luiden dat Frankrijk en Duitsland hun buitensporige tekorten uiterlijk in 2005 dienden te corrigeren in plaats van in 2004, zoals dat was voorzien in de door de Ecofin-Raad zelf voor deze landen gegeven aanbevelingen krachtens artikel 104, lid 7, van het Verdrag. De buitensporig-tekortprocedure voor Portugal werd opgeheven.

In juli 2004 vernietigde het Europees Hof van Justitie de conclusies van de Ecofin-Raad van 25 november 2003 met betrekking tot Frankrijk en Duitsland, voorzover deze een besluit inhielden de buitensporig-tekortprocedure op te heffen en de eerdere aanbevelingen voor de twee landen aan te passen. Daarbij benadrukte het Hof dat de in het Verdrag en het Stabiliteits- en Groei-pact voorziene regels en procedures alsmede het initiatiefrecht van de Commissie altijd moeten worden gerespecteerd.

De ECB uitte haar voldoening over het feit dat het arrest de noodzaak bevestigde van een volledige toepassing van de in het Verdrag en het Pact voorziene regels en procedures. De ECB riep de betrokken instellingen op de nodige stappen te zetten om de volledige tenuitvoerlegging van de regels en procedures te waarborgen.

In september 2004 bracht de Commissie een mededeling uit over de versterking van het economische bestuur en de verduidelijking van de tenuitvoerlegging van het Stabiliteits- en Groei-pact. In deze mededeling werd een aantal voor-

stellen uiteengezet ter hervorming van het Pact. De voorstellen met betrekking tot de preventieve werking van het Pact waren onder meer gericht op het waarborgen van vroegtijdige stappen om ongewenste ontwikkelingen te redresseren door middel van een tijdiger en actievere reactie op eerste signalen, een herdefiniëring van de doelstellingen voor de begrotingsaldi op de middellange termijn door daarin ruimte te laten voor landenspecifieke omstandigheden en het toekennen van een groter gewicht aan de schuldpositie en de houdbaarheid bij het toezicht op de begrotingsposities. De voorstellen met betrekking tot de corrigerende werking van het Pact voorzagen onder meer in een aanpassing van de omschrijving van de buitengewone omstandigheden waaronder een tekortquote boven de referentiewaarde van 3% bbp niet buitensporig is, een herziening van het aanpassingspad voor het redresseren van een buitensporig tekort en een verduidelijking van het schuld criterium.

Bij het debat over de hervorming van het Stabiliteits- en Groei-pact heeft de Raad van Bestuur te kennen gegeven van mening te zijn dat verbeteringen bij de tenuitvoerlegging van het Pact mogelijk waren en een gunstige uitwerking zouden hebben. Wat dit betrof, waren de voorstellen van de Europese Commissie ter verbetering van de preventieve werking van het Pact nuttig. Tezelfdertijd liet de Raad van Bestuur een waarschuwing horen met betrekking tot een eventuele wijziging van het Pact en vooral van de buitensporig-tekortprocedure. De Raad van Bestuur was van mening dat de geloofwaardigheid van de tekortlimiet van 3% van essentieel belang was voor het verankeren van de verwachtingen ten aanzien van de begrotingsdiscipline.

In september 2004 rapporteerde Griekenland voor de periode 2000-2003 cijfers met betrekking tot het tekort en de schuld die aanzienlijk boven de eerder gepubliceerde cijfers lagen. De tekortquote ging de referentiewaarde van 3% bbp te boven. Vervolgens zijn voor de periode 1997-1999 herziene cijfers bekendgemaakt, waaruit ook tekorten naar voren kwamen van

meer dan 3% bbp (zie ook paragraaf 2.5 in Hoofdstuk 1). De ECB is van mening dat de betrouwbare samenstelling en de precieze en tijdige rapportage van de statistieken met betrekking tot de overheidsfinanciën van vitaal belang zijn voor de geloofwaardigheid van het begrotingstoezicht en van de EMU in het algemeen. De Europese administratieve regels moeten volledig worden toegepast bij de verantwoording van alle soorten uitgaven en inkomsten, op een wijze die in de tijd gezien consistent en stabiel is en tussen de lidstaten gelijk.

#### DE STRATEGIE VAN LISSABON

In maart 2000 heeft de Europese Raad in Lissabon een strategie voor de komende tien jaar uiteengezet – de strategie van Lissabon – die in 2010 de EU moest maken tot “de meest concurrerende en dynamische kenniseconomie van de wereld [...] die in staat is tot duurzame economische groei met meer en betere banen en een hechtere sociale samenhang.” De tot 2004 bij de tenuitvoerlegging van de strategie van Lissabon bereikte resultaten waren gemengd. Op sommige gebieden was voortgang geboekt, bijvoorbeeld met betrekking tot de arbeidsmarkten. In de meeste opzichten was de geboekte voortgang echter middelmatig. Duidelijk was dat het hervormingstempo aanzienlijk moest worden opgeschroefd om de doelstellingen van de strategie van Lissabon in 2010 te verwezenlijken.

Tegen deze achtergrond heeft de Europese Raad in het voorjaar van 2004 besloten de strategie van Lissabon halverwege de periode aan een heroverweging te onderwerpen. Als eerste stap heeft de Raad de Commissie gevraagd een groep van hoog niveau – voorgezeten door Wim Kok – in te stellen om een onafhankelijk oordeel te vellen over de bij de tenuitvoerlegging van de strategie van Lissabon geboekte voortgang, als basis voor de door de Commissie en de Raad van de EU halverwege de periode uit te voeren heroverweging. Volgens de plannen zal de heroverweging tijdig gereed zijn voor de bijeenkomst van de Europese Raad in maart 2005.



De groep van hoog niveau heeft in november 2004 gerapporteerd onder de titel “Facing the challenge”. In het rapport werd benadrukt dat, in het licht van de tweeledige uitdaging van de mondiale concurrentie en de vergrijzing, het handhaven van de huidige toestand voor de EU niet in aanmerking komt, zeker niet als men daarbij het sociale bestel binnen de EU wil behouden. In het rapport werd geconcludeerd dat de ambitieuze doelstellingen van de strategie van Lissabon, en de termijn waarbinnen deze moeten worden gerealiseerd (uiterlijk in 2010) daarom moeten worden gehandhaafd. In het rapport werd opgeroepen tot een betere prioriteitenstelling met betrekking tot de doelstellingen en tot snelle actie op vijf gebieden, te weten de kennissamenleving, de interne markt, het ondernemingsklimaat, de arbeidsmarkt en het milieu.

De ECB heeft herhaaldelijk de doelstellingen van de strategie van Lissabon onderschreven en steun uitgesproken voor het streven van de regering en de sociale partners. De ECB heeft ook opgeroepen tot een snellere tenuitvoerlegging van de vereiste maatregelen en tot de ontwikkeling van effectievere methoden voor het beoordelen van de bij de hervormingen geboekte voortgang. Hervormingen zijn van essentieel belang om de toekomstige groei en

werkgelegenheid te waarborgen en om het eurogebied beter in staat te stellen op economische schokken te reageren. Vooral hervormingen op de markten voor arbeid, kapitaal, goederen en diensten kunnen de investeringen bevorderen en via een sterkere concurrentie de inflatie minder hardnekkig maken. De EU moet de heroverweging halverwege de periode benutten om de strategie van Lissabon nieuw leven in te blazen en het tempo van de structurele hervormingen op te voeren.

## 1.2 INSTITUTIONELE AANGELEGENHEDEN

### DE EUROPESE GRONDWET

Tijdens de slotbijeenkomst van de Intergouvernementele Conferentie (IGC) op 17-18 juni 2004 bereikten de staatshoofden en regeringsleiders overeenstemming over het Verdrag tot vaststelling van een Grondwet voor Europa (de Europese Grondwet). De Europese Grondwet is op 29 oktober 2004 in Rome ondertekend. Na ratificatie door alle 25 lidstaten conform de nationale procedures, zal de Europese Grondwet op 1 november 2006 in werking treden. In een aantal lidstaten zal de ratificatieprocedure ook een referendum omvatten.

De ECB heeft de IGC nauwgezet gevolgd en aan de onderhandelingen zowel formele als informele bijdragen geleverd over onderwerpen met betrekking tot de taken en het mandaat van de ECB, het Eurosysteem en het ESCB. Conform artikel 48 van het Verdrag betreffende de Europese Unie is de ECB geraadpleegd en op 19 september 2003 heeft de Raad van Bestuur een advies over het ontwerp-Verdrag tot vaststelling van een Grondwet voor Europa vastgesteld.<sup>1</sup> Daarnaast heeft de President van de ECB in november 2003 en april 2004 brieven gericht aan de Voorzitter van de Raad van de EU om dit advies van de ECB nader uiteen te zetten.

De ECB heeft met voldoening kennis genomen van de werkzaamheden van de Europese Conventie over de Toekomst van Europa en de daaropvolgende IGC om het juridische en institutionele kader van de EU te vereenvoudigen, te

stroomlijnen en te verhelderen. De ECB heeft ook duidelijk gemaakt dat de geldende bepalingen over de EMU ten aanzien van de doelstellingen en de toewijzing van verantwoordelijkheden deugdelijk waren.

De ECB achtte het vooral van essentieel belang dat prijsstabiliteit niet slechts de primaire doelstelling van de ECB en het ESCB moest blijven maar ook een uitgesproken doelstelling van de EU. In de Europese Grondwet wordt deze visie ten volle bevestigd.

De ECB was ook van mening dat het voor de goede vervulling van haar taken absoluut noodzakelijk was dat de bijzondere institutionele kenmerken van de ECB en het ESCB, die de ECB onderscheiden van andere Europese instellingen, behouden zouden blijven. In de Europese Grondwet zijn deze bijzondere institutionele kenmerken behouden doordat daarin de onafhankelijkheid van de ECB, het ESCB en de nationale centrale banken wordt bevestigd alsmede de rechtspersoonlijkheid en de regelgevende bevoegdheden van de ECB. In de Europese Grondwet wordt de bijzondere aard van de ECB ook benadrukt door de indeling van de ECB bij de “overige instellingen en adviesorganen”. De ECB is dus afzonderlijk ingedeeld van de “instellingen van de Unie”, te weten het Europees Parlement, de Europese Raad, de Raad van Ministers, de Europese Commissie en het Hof van Justitie, die zijn ingedeeld als het “institutioneel kader” van de EU.

Op uitdrukkelijk verzoek van de ECB is de term “Eurosysteem” in de Europese Grondwet ingevoerd. Deze term, die betrekking heeft op de ECB en de nationale centrale banken van het eurogebied en die in 1999 door de Raad van Bestuur was vastgesteld, is nuttig bij het maken van onderscheid tussen het ESCB, dat alle centrale banken van de EU omvat, en het centrale bankstelsel van het eurogebied. In de term “Eurosysteem” komt ook goed het feit tot uitdrukking dat de ECB en de nationale centrale

<sup>1</sup> CON/2003/20.

banken van het eurogebied deel uitmaken van één enkel stelsel (zie ook Hoofdstuk 8).

Gezien het bovenstaande is de ECB van mening dat de Europese Grondwet een bevestiging inhoudt van het bestaande monetaire kader van de EU. De ECB hoopt op een goede uitkomst van het ratificatieproces.

deugdelijk begrotings- en structuurbeleid, welke noodzakelijk zijn wil de gemeenschappelijke munt ook in de toekomst een succes kunnen zijn.

### **DE NIEUWE WERKMETHODEN VAN DE EUROGROEP**

Gedurende de informele bijeenkomst van de Ecofin-Raad in Scheveningen op 10-11 september 2004 zijn de ministers van economische zaken en financiën van het eurogebied nieuwe werkmethoden voor de Eurogroep overeengekomen. Deze nieuwe methoden moeten de doelmatigheid en effectiviteit van de Eurogroep verhogen.

De nieuwe methoden voorzien onder andere in meer toekomstgerichte strategieberesprekingen, vooral over structurele hervormingen, en de vorming van een stabiel voorzitterschap van de Eurogroep voor een periode van twee jaar in plaats van een elk halfjaar roulerend voorzitterschap. De voorzitter van de Eurogroep wordt door de leden van de Eurogroep gekozen met een gewone meerderheid van stemmen. In Scheveningen werd de minister-president en minister van financiën van Luxemburg, Jean-Claude Juncker, gekozen als de eerste voorzitter van de Eurogroep voor een periode van twee jaar (2005-2006).

De ECB, die regelmatig wordt uitgenodigd de bijeenkomsten van de Eurogroep bij te wonen, heeft deelgenomen aan de herziening van de werkmethoden. De ECB was van mening dat deze nieuwe werkmethoden, waaronder de vorming van een stabiel voorzitterschap, een bijdrage zouden leveren aan een doelmatiger en effectiever functioneren van de Eurogroep. De nieuwe methoden houden geen wijziging in de verdeling van taken tussen de ECB en de ministers van financiën van het eurogebied binnen het kader van de EMU. Zij benadrukken echter wel de gezamenlijke verantwoordelijkheid van de regeringen voor het voeren van een

## 2 INTERNATIONALE AANGELEGENHEDEN

### 2.1 DE BELANGRIJKSTE ONTWIKKELINGEN BINNEN HET INTERNATIONALE MONETAIRE EN FINANCIËLE STELSEL

#### TOEZICHT OP HET MACRO-ECONOMISCHE BELEID BINNEN DE WERELDECONOMIE

Binnen de wereldeconomie is het macro-economische beleid, met name zoals dat wordt gevoerd door de grote industrielanden, een essentieel onderdeel van het internationale klimaat waarmee de ECB rekening moet houden bij de tenuitvoerlegging van het monetaire beleid en de vervulling van andere taken. Het Eurosysteem neemt deel aan het door internationale financiële instellingen en fora uitgeoefende toezicht op dit macro-economische beleid, waaraan in hoofdzaak vorm wordt gegeven tijdens bijeenkomsten van het College van Bewindvoerders van het IMF, de Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling (OESO), de ministers van Financiën en de centrale-bankpresidenten van de G-7, en de centrale-bankpresidenten van de G-10. De ECB stelt zich ten doel inzichten uit te wisselen en beleidsopties te bezien die bevorderlijk zijn voor een stabiel macro-economisch klimaat, een deugdelijk macro-economisch beleid en prijsstabiliteit in het eurogebied.

Het mondiale beleidsklimaat werd in 2004 gekenmerkt door een sterke economische groei en een in het algemeen beperkte inflatoire druk. Er deed zich in vele geavanceerde economieën, alsmede in Latijns Amerika, een herstel van de productie voor, dat samenviel met aanhoudend hoge groeicijfers in opkomende markten in Azië en Oost Europa. Daartegenover hielden de mondiale onevenwichtigheden – waaronder externe onevenwichtigheden binnen de economie van de Verenigde Staten – aan of werden deze zelfs sterker.

Bij verschillende gelegenheden heeft de ECB de risico's en onzekerheden benadrukt die gepaard gaan met het aanhouden van dergelijke onevenwichtigheden. Over het geheel genomen deelt de ECB de mening van de internationale gemeenschap dat het aanpassingsproces moet voldoen aan drie belangrijke vereisten: in de

tekortlanden moet het besparings-/investeringstekort worden aangepakt, in de landen met een betrekkelijk lage potentiële groei moet via structurele hervormingen een hogere houdbare groei worden bevorderd, en voor de grote landen en regio's waar de wisselkoersflexibiliteit gering is, moet deze worden bevorderd. Met betrekking tot de wisselkoersontwikkelingen is in de communiqués van de G-7 in 2004 en februari 2005 bevestigd dat de wisselkoersen de fundamentele economische verhoudingen moeten weerspiegelen en dat een overmatige wisselkoersvolatiliteit en wanordelijke wisselkoersbewegingen vanuit een oogpunt van economische groei ongewenst zijn.

Het toenemende belang van de economieën van Oost Azië voor de wereldeconomie, zoals dat blijkt uit hun aanzienlijke bijdrage aan de groei van de wereldproductie en de wereldhandel, vormde in 2004 een belangrijk onderwerp. De ECB heeft de ontwikkelingen in deze landen nauwgezet gevolgd en heeft haar rechtstreekse betrekkingen met centrale banken in Azië versterkt door, tezamen met de Monetaire Autoriteit van Singapore, een seminar op hoog niveau te organiseren dat werd bijgewoond door de elf presidenten van de Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks (EMEAP)<sup>2</sup>, de presidenten van de nationale centrale banken van het eurogebied en de President van de ECB. Dit seminar, dat in juli 2004 in Singapore is gehouden, was met name gericht op het groeiende economische belang van vele landen in Oost Azië, de rol van internationale valuta's, en de regionale integratie en samenwerking.

De kapitaalstromen naar de opkomende markt-economieën, die door de ECB bij voortdurend worden gevolgd vanwege hun belang voor de internationale financiële stabiliteit, waren in 2004 wederom krachtig, en ook lieten de economieën van deze landen een sterke groei zien. Factoren van doorslaggevend belang waren daarbij gunstige externe-financieringsvoor-

2 De in de EMEAP vertegenwoordigde landen zijn Australië, China, Hongkong, Indonesië, Japan, Maleisië, Nieuw Zeeland, de Filippijnen, Korea, Singapore en Thailand.

waarden, hoge internationale prijzen van uitgevoerde grondstoffen en een opleving van de invoervraag in de geavanceerde economieën. Als gevolg daarvan werden overschotten op de lopende rekening geboekt, en vertoonden de niveaus van de externe schuld in het algemeen een daling, hoewel in een aantal landen de schuldenlast hoog bleef. Gunstige financieringsvoorwaarden zetten emittenten uit de overheidssector en de particuliere sector in opkomende markteconomieën ertoe aan tegen lage rentevoeten grote bedragen op de internationale obligatiemarkten aan te trekken. Na in het tweede kwartaal van 2004 tijdelijk te zijn toegenomen, zijn de rendementsecants voor door opkomende markteconomieën uitgegeven obligaties later in het jaar weer tot historisch lage niveaus gedaald.

Ten slotte is het eurogebied zelf aan een onderzoek onderworpen als onderdeel van de internationale toezichtexercitie. Zowel het IMF als de OESO hebben, naast de onderzoeken met betrekking tot de afzonderlijke eurolanden, hun reguliere onderzoeken verricht inzake het monetaire, financiële en economische beleid van het eurogebied. De artikel-IV-consultaties van het IMF en de beoordeling door het Economic and Development Review Committee van de OESO boden een goede gelegenheid voor een vruchtbare uitwisseling van inzichten tussen deze internationale organisaties en de ECB, het voorzitterschap van de Eurogroep en de Europese Commissie. Na deze discussies hebben het IMF en de OESO elk een rapport uitgebracht met daarin een beoordeling van het in het eurogebied gevoerde beleid.<sup>3</sup> Bij beide in 2004 uitgevoerde beoordelingen is in het bijzonder aandacht geschonken aan de toetreding van tien nieuwe lidstaten tot de EU op 1 mei 2004.

### DE INTERNATIONALE FINANCIËLE STRUCTUUR

Vanwege de hoge mate van integratie van de EU binnen de wereldeconomie, hebben het ESCB en het Eurosysteem er belang bij dat het mondiale financiële stelsel goed functioneert. Daarom dragen zij actief bij aan de voortgaande discussies over de internationale financiële structuur, onder meer via deelname aan de des-

betreffende internationale instellingen en fora. Aan sommige van deze instellingen en fora neemt de ECB rechtstreeks deel, terwijl zij bij andere de status van waarnemer heeft. Het ESCB neemt ook deel aan deze werkzaamheden op het Europese niveau, met name binnen het Economisch en Financieel Comité.

In het kader van de werkzaamheden van de ministers van Financiën en de centrale-bankpresidenten van de G-10 heeft de ECB met instemming kennis genomen van de opname van zogeheten collectieve-actieclausules (CAC's) – contractuele bepalingen die in hoofdzaak zijn bedoeld om de ordelijke herstructurering van probleemschulden mogelijk te maken – bij emissies van overheidsobligaties. In minder dan twee jaar heeft de toepassing van CAC's zich ontwikkeld tot de marktstandaard bij emissies van overheidsobligaties onder het recht van New York, waarbij echter niet volledig wordt voldaan aan de aanbevelingen van de G-10.

De ECB heeft ook andere aspecten besproken van de betrokkenheid van de particuliere sector bij de oplossing van financiële crises en heeft de ervaringen die zijn opgedaan met de verschillende instrumenten voor de bevordering daarvan aan een kritische beschouwing onderworpen. Voorts heeft de ECB de voortgang gevolgd die is geboekt bij de ontwikkeling van de "Principles for Stable Capital Flows and Fair Debt Restructuring in Emerging Markets", die in november 2004 zijn bekendgemaakt door een groep overheidsemittenten uit opkomende markteconomieën en particuliere crediteuren. Deze grondslagen, die eerder bekend stonden als de "Code of Conduct", strekken ertoe een goede informatieverstrekking omtrent schuldenlasten, een regelmatige dialoog tussen debiteuren en crediteuren, onderhandelingen omtrent schulderstructurering op basis van goede trouw, en een billijke behandeling van alle getroffen crediteuren te bevorderen. Met deze grondslagen, waarvan de ministers van Financiën en de centrale-bankpresidenten van

3 IMF: "Euro Area Policies: Staff Report", augustus 2004; OESO: "Economic Survey – Euro Area 2004", juli 2004.



de G-20 met instemming kennis hebben genomen, worden enkele nog bestaande leemtes in de mondiale financiële structuur aangepakt. Na ten uitvoer te zijn gelegd, zullen de grondslagen een belangrijke bijdrage kunnen leveren aan het streven op de langere termijn tot een stelsel te komen dat bevorderlijk is voor mondiale samenwerking, groei en financiële stabiliteit.

Een ander onderwerp dat door de ECB is gevolgd, betrof de financiële positie van het IMF. In oktober 2004 constateerden de ministers van Financiën en de centrale-bankpresidenten van de G-10 dat de sterke financiële positie van het IMF, die van het grootste belang was om te waarborgen dat het Fonds zijn verantwoordelijkheden kon vervullen, onder druk zou komen te staan in het kader van de zich verder ontwikkelende wereldeconomie. Om hieraan het hoofd te kunnen bieden, zou een aantal beleidsmaatregelen moeten worden genomen, waaronder een versterkt toezicht, een grotere nadruk op de houdbaarheid van de schuldbestand bij besluiten omtrent kredietverlening, een strikte handhaving van het onlangs overeengekomen raamwerk voor uitzonderlijke toegang, alsmede mogelijke verdere wijzigingen in de financiële structuur van het IMF om een tijdige aflossing en minder vervolgarangementen te helpen realiseren.

## **REGIONALE INTEGRATIE EN SAMENWERKING**

Gezien het feit dat de EU zelf het resultaat is van een langdurig proces van regionale economische integratie, vormt de ECB een natuurlijke partner voor monetaire autoriteiten in verscheidene regio's in de wereld, die een beroep doen de ECB haar ervaringen te delen met beleidsmakers en soms ook academici. In dit kader licht de ECB niet slechts de Europese ontwikkeling toe, met name op het terrein van de monetaire samenwerking, maar, wat zeker zo belangrijk is, tracht zij inzicht te krijgen in de regionale integratie buiten de EU.

In september 2004 is in Beijing een workshop van de G-20 over regionale economische integratie in een mondiaal kader gehouden, die was georganiseerd door de Chinese centrale bank en de ECB. De daar behandelde onderwerpen hadden onder meer betrekking op de voorwaarden voor regelingen voor regionale samenwerking, de optimale opeenvolging in de tijd van de processen van integratie en monetaire samenwerking en financiële samenwerking, en de verenigbaarheid van regionale handelsintegratie met de regels van de Wereldhandelsorganisatie.

In 2004 heeft de ECB ook de banden aangehaald met regionale monetaire instellingen in Afrika. Daarbij heeft de ECB, tezamen met een aantal nationale centrale banken van het eurogebied, technische assistentie verleend aan het Western African Monetary Institute (gevestigd in Accra, Ghana), de instantie die de technische voorbereidingen treft voor de monetaire integratie van Engelssprekende landen in West Afrika.

## **DE INTERNATIONALE ROL VAN DE EURO**

In 2004 bleef de rol van de euro op de internationale kapitaal- en valutamarkten en als anker-, reserve- en interventievaluta globaal stabiel. Er deden zich enkele aanwijzingen voor van een toegenomen gebruik van de euro als factureren- en verrekeningsvaluta bij de internationale handel van enkele eurolanden. Voor de meeste van deze landen lijkt het gebruik van de euro bij de uitvoer meer verbreid dan bij de invoer en, binnen de uitvoer, sterker voor goederen dan voor

diensten. Bij de meeste nieuwe lidstaten van de EU en bij de kandidaat-lidstaten deed zich (op basis van gegevens over 2003) ook een aanzienlijke toename voor van het aandeel van de euro bij de internationale handel. De toename van het gebruik van de euro was in veel gevallen groter dan de toename van de handelsbetrekkingen met het eurogebied, wat erop wijst dat de euro steeds meer wordt gebruikt bij de internationale handel van die landen met handelspartners van buiten het eurogebied.<sup>4</sup>

De ECB heeft de voor de analyse van de internationale rol van de euro vereiste statistische dekking verder verbeterd. Op basis van eerder onderzoek zijn twee nieuwe gegevensverzamelingen geconstrueerd om belangrijke kenmerken van de markt voor door niet-ingezetenen van het eurogebied uitgegeven, in euro luidende obligaties te kunnen signaleren.

## 2.2 SAMENWERKING MET LANDEN BUITEN DE EU

Het Eurosysteem is voortgegaan met de opbouw van contacten met de gemeenschap van centrale banken buiten de EU, en wel in hoofdzaak door de organisatie van seminars en workshops, maar ook door het verlenen van technische assistentie. Het doel van deze activiteiten is het verzamelen van informatie en het uitwisselen van inzichten met betrekking tot de economische en monetaire ontwikkelingen in verschillende regio's van de wereld, die mogelijk van invloed zijn op het mondiale economische klimaat of de ontwikkeling in het eurogebied.

Het project waarbij het Eurosysteem technische assistentie verleent aan de Centrale Bank van Rusland (CBR), gefinancierd door de EU in het kader van het programma Technische Assistentie voor het Gemenebest van Onafhankelijke Staten (TACIS), verloopt volgens plan. Dit project met een duur van twee jaar, dat in november 2003 is gestart, heeft tot doel de functie van de CBR als banktoezichthouder verder te versterken als een belangrijke bijdrage aan stabielere financiële verhoudingen in Rusland. Het in

het project begrepen opleidingsplan, dat in januari 2004 is overeengekomen tussen de CBR enerzijds en negen nationale centrale banken van het eurogebied, drie toezichthouders en de ECB anderzijds, voorziet in 64 cursussen, acht studiebezoeken en vier seminars op hoog niveau. Eind 2004 hadden 34 cursussen, vier studiebezoeken en twee seminars plaatsgevonden. Ongeveer 400 personeelsleden van de CBR hebben aan dit opleidingsplan deelgenomen. Naast het TACIS-project heeft het Eurosysteem in mei 2004 in Helsinki het eerste bilaterale seminar met de CBR gehouden, gecoördineerd door de centrale bank van Finland en de ECB. Het seminar richtte zich vooral op het monetaire beleid, het wisselkoersbeleid, het vrije kapitaalverkeer, de economische betrekkingen tussen de EU en Rusland, met inbegrip van het handelsbeleid, alsmede aangelegenheden met betrekking tot het bankwezen en de stabiliteit van de financiële sector.

Het Eurosysteem heeft een raamwerk opgesteld voor de samenwerking met centrale banken in het Middellandse-Zeegebied. In januari 2004 is in Napels het eerste seminar op hoog niveau met de centrale-bankpresidenten van de partnerlanden in het kader van het proces van Barcelona<sup>5</sup> gehouden, dat gezamenlijk was georganiseerd door de ECB en de Banca d'Italia. Na een technische workshop in september 2004 is het tweede seminar op hoog niveau in februari 2005 in Cannes gehouden, dat gezamenlijk was georganiseerd door de ECB en de Banque de France. Dit seminar was met name gericht op de recente financiële en monetaire ontwikkelingen in het gebied rond de Middellandse Zee, de economische betrekkingen tussen het eurogebied en de landen rond de Middellandse Zee (met bijzondere nadruk op overdrachten van werknemers), alsmede de onafhankelijkheid van de centrale bank.

In de westelijke Balkan heeft de ECB op hoog bestuursniveau betrekkingen aangeknoopt met

4 Zie "Review of the international role of the euro", ECB, december 2004.

5 Algerije, Egypte, Israël, Jordanië, Libanon, Marokko, de Palestijnse Autoriteit, Syrië, Tunesië en Turkije.



centrale banken door middel van een aantal bezoeken, onder meer aan de Centrale Bank van Bosnië en Herzegovina en de Nationale Bank van Servië. Deze bezoeken hadden tot doel een dialoog tot stand te brengen tussen de ECB en de centrale banken van deze landen, gezien het feit dat het hier potentiële kandidaat-lidstaten van de EU betreft.

Het Eurosysteem heeft voorts gestreefd naar het verwerven van een beter inzicht in de ontwikkelingen in voor het mondiale bestel belangrijke landen in Latijns Amerika. Daartoe heeft de ECB, samen met de Banco Central do Brasil, de Banco de Portugal en de Banco de España, het tweede seminar op hoog niveau van het Eurosysteem en Latijns-Amerikaanse centrale banken georganiseerd, dat in november 2004 in Rio de Janeiro is gehouden en dat werd voorafgegaan door een voorbereidende technische workshop in Lissabon. Door de deelnemers zijn de mogelijke randvoorwaarden voor de monetaire-beleidsvoering besproken, zoals die voortvloeien uit het begrotingsbeleid, de schuldenlast en de kenmerken van het financiële stelsel.

In het Midden-Oosten heeft de ECB de betrekkingen verder aangehaald met het Secretariaat-Generaal van de Samenwerkingsraad voor de Golf en de monetaire autoriteiten en centrale banken van de bij de Raad aangesloten landen in het licht van de plannen om in deze landen in 2010 een gemeenschappelijke munt in te voeren.<sup>6</sup>

<sup>6</sup> De zes lidstaten van de Raad zijn Bahrein, Koeweit, Oman, Qatar, Saoedi-Arabië en de Verenigde Arabische Emiraten.



**Kunstenaar**

Xenia Hausner

**Titel**

Traumspiel, 2004

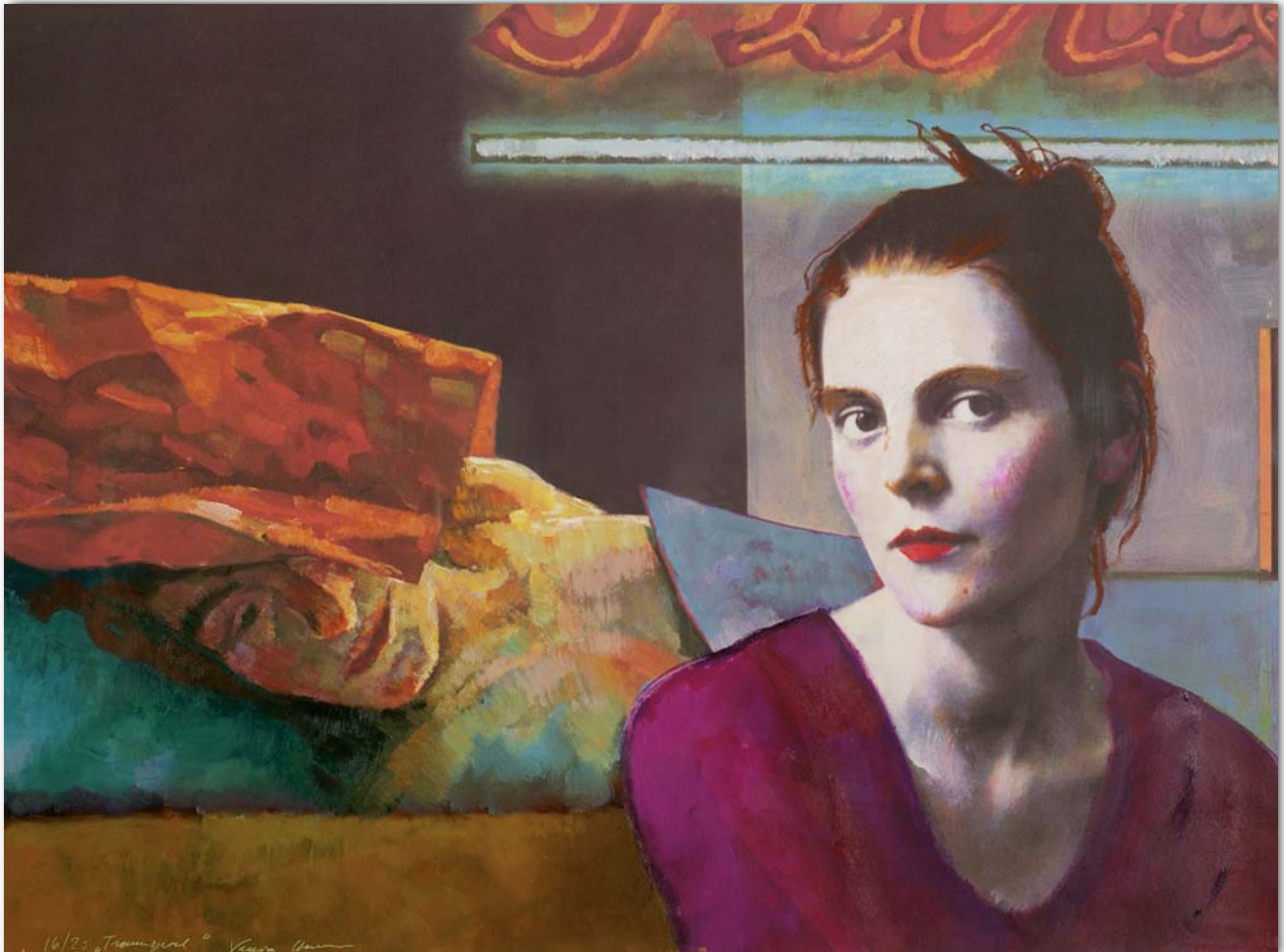
**Materiaal**

Chromolithografie op geschept papier (nr. 16/25)

**Afmetingen**

96 × 129 cm

© VG Bild-Kunst, Bonn 2005



## HOOFDSTUK 5

# VERANTWOORDING

## I VERANTWOORDING TEGENOVER HET PUBLIEK EN HET EUROPESE PARLEMENT

Verantwoording is op te vatten als de wettelijke en institutionele verplichting die rust op een onafhankelijke centrale bank haar besluiten duidelijk en naar behoren kenbaar te maken aan de burgers en hun gekozen vertegenwoordigers, en hen daardoor in staat te stellen de centrale bank te houden aan de verwezenlijking van haar doelstellingen. Hiermee vormt verantwoording dus een belangrijke tegenhanger van de onafhankelijkheid die een centrale bank geniet.

De ECB is zich vanaf haar oprichting bewust geweest van het fundamentele belang van haar verantwoordingsplicht en heeft dan ook een regelmatige dialoog met het publiek en zijn gekozen vertegenwoordigers onderhouden. Het Verdrag legt de ECB een aantal rapportageverplichtingen op, uiteenlopend van de publicatie van een jaarverslag, een driemaandelijks verslag en een geconsolideerde financiële weekstaat tot mondelinge verslaglegging aan het Europese Parlement. De ECB voldoet volledig aan deze verplichtingen en gaat zelfs verder door bijvoorbeeld geen driemaandelijks verslag maar een Maandbericht te publiceren, door maandelijks een persconferentie te houden en door, sinds december 2004, maandelijks ook andere besluiten van de Raad van Bestuur openbaar te maken dan die welke betrekking hebben op de rentevoet (zie ook hoofdstuk 6, paragraaf 1). Op institutioneel vlak kent het Verdrag inzake de verantwoordingsplicht van de ECB een prominente rol toe aan het Europese Parlement.

De leden van de Raad van Bestuur hielden ook in 2004 talrijke toespraken in het gehele eurogebied om het publiek voor te lichten over het beleid van de ECB. Overeenkomstig artikel 113 van het Verdrag bracht de ECB wederom regelmatig verslag uit aan het Europese Parlement over haar besluiten inzake het monetaire beleid en haar overige taken. Als voorheen diende de driemaandelijkse ontmoetingen van de President van de ECB met de Economische en Monetaire Commissie van het Europese Parlement als het voornaamste forum voor deze reguliere gedachtewisselingen. Daarnaast heeft de President het Jaarverslag 2003 aangeboden aan deze

commissie en aan de plenaire zitting van het Europese Parlement.

De Economische en Monetaire Commissie nodigde ook een ander directielid uit het standpunt van de ECB omtrent het economische klimaat en belangrijke kwesties op het gebied van structurele hervormingen uiteen te zetten. Bovendien nam de ECB deel aan een hoorzitting van de Commissie inzake de kwestie van de Euro-Betaalruimte.

Buiten het bestek van haar verdragsverplichtingen ging de ECB op vrijwillige basis voort schriftelijke vragen van leden van het Europese Parlement te beantwoorden over zaken op het werkterrein van de ECB. Voorts bracht een afvaardiging van de Economische en Monetaire Commissie een bezoek aan de ECB voor een informeel onderhoud over diverse aangelegenheden met directieleden van de ECB.

Conform artikel 112 van het Verdrag spreekt het Europese Parlement zijn oordeel uit over kandidaatleden van de Directie voorafgaand aan hun benoeming in onderlinge overeenstemming door de staatshoofden en regeringsleiders van de lidstaten die op de euro zijn overgegaan. Na een aanbeveling terzake van de Europese Raad heeft het Europese Parlement de heer José Manuel González-Páramo gevraagd voor de Economische en Monetaire Commissie te verschijnen teneinde zijn standpunten uiteen te zetten en vragen van commissieleden te beantwoorden. Na deze hoorzitting heeft de plenaire vergadering van het Europese Parlement zijn benoeming als opvolger van Eugenio Domingo Solans in de Directie van de ECB goedgekeurd.

## 2 OPVATTINGEN VAN DE ECB OVER SPECIFIEKE MET HET EUROPESE PARLEMENT BESPROKEN KWESTIES

Tijdens bezoeken van de President aan het Europese Parlement is gesproken over een breed scala aan onderwerpen. De dialoog concentreerde zich vooral op de beoordeling van de economische en monetaire ontwikkelingen en de uitvoering van het monetaire beleid van de ECB. Van de onderwerpen die door het Europese Parlement naar voren zijn gebracht tijdens de gedachtenwisselingen met de ECB en in zijn resolutie van oktober 2004 inzake het Jaarverslag 2003, worden er enkele hieronder nader besproken.

### DE BIJDRAGE VAN HET GEMEENSCHAPPELIJKE MONETAIRE BELEID AAN HET ALGEMENE ECONOMISCHE BELEID IN DE GEMEENSCHAP

De bijdrage die het gemeenschappelijke monetaire beleid levert aan het algemene economische beleid in de Gemeenschap vormde een belangrijk onderwerp van gesprek tijdens de bezoeken van de President aan het Europese Parlement. Sommige leden van de Economische en Monetaire Commissie waren van mening dat de handhaving van prijsstabiliteit alléén onvoldoende draagvlak biedt voor werkgelegenheid en groei en dat er sprake is van een wisselwerking tussen inflatie en werkloosheid, maar andere commissieleden vonden dat de strekking van Artikel 105 van het Verdrag volstrekt juist is en dat de handhaving van prijsstabiliteit de primaire doelstelling van het gemeenschappelijke monetaire beleid dient te blijven.

De President wees erop dat de ECB door op geloofwaardige wijze te streven naar prijsstabiliteit en door haar inflatieverwachtingen voor de middellange en lange termijn op solide basis te grondvesten, de best mogelijke bijdrage levert aan het ontstaan van een voor duurzame groei gunstig economisch klimaat. In zijn resolutie betreffende het Jaarverslag over 2003 van de ECB stemde het Europese Parlement met deze visie in en loofde het de ECB om de concentratie van haar beleid op de handhaving van prijsstabiliteit.

### FINANCIËLE INTEGRATIE EN REGELGEVING

In het kader van de driemaandelijke ontmoetingen hebben de leden van de Economische en

Montaire Commissie de President ook gevraagd naar de visie van de ECB op kwesties in verband met financiële integratie en regelgeving. Het Europese Parlement besteedde vooral veel aandacht aan de activiteiten van het ESCB en het Committee of European Securities Regulators (CESR) op het gebied van effectenclearing en -verevening. Meer in het bijzonder werd in de resolutie betreffende het Jaarverslag over 2003 van de ECB de vrees geuit dat de door het ESCB en het CESR voorgestelde standaards vooruit zouden lopen op het voorgenomen wetgevingsproces op dit gebied.

De President benadrukte dat de voorgestelde standaards niet beoogden vooruit te lopen op toekomstige wetgeving. Hij verklaarde dat indien er op een later tijdstip een richtlijn inzake clearing en verevening wordt aangenomen, de standaards zullen moeten worden getoetst op hun verenigbaarheid met die richtlijn en zo nodig zullen moeten worden aangepast (zie ook hoofdstuk 3, paragraaf 4).

### VERANTWOORDING EN TRANSPARANTIE

In zijn resolutie betreffende het Jaarverslag over 2003 van de ECB noemde het Europese Parlement de dialoog met de ECB geslaagd, omdat periodieke gedachteswisselingen het monetaire beleid van de ECB inzichtelijker en toegankelijker maken voor het publiek. Toch blijven de ECB en het Europese Parlement over bepaalde kwesties in verband met verantwoording en transparantie met elkaar van mening verschillen. In zijn resolutie herhaalde het Europese Parlement zijn oproep aan de ECB de notulen van, en stemverhoudingen in, vergaderingen van de Raad van Bestuur te publiceren.

Met betrekking tot het verzoek om de publicatie van notulen benadrukte de President dat de door de ECB gekozen communicatiekanalen uit een oogpunt van snelheid effectiever waren. Met name de maandelijkse persconferentie, onmiddellijk na elke vergadering van de Raad van Bestuur, verschaft uitvoerige informatie over de motivering van beslissingen van de Raad van Bestuur, en dient dus in wezen hetzelfde doel als de gevraagde notulen. Bovendien wordt de

motivering van de Raad van Bestuur openbaar gemaakt op een veel vroeger tijdstip dan het geval zou zijn bij formeel geaccordeerde notulen. De persconferenties, samen met aanvullende communicatiemiddelen zoals het Maandbericht en de maandelijkse bekendmaking van niet op de rente betrekking hebbende besluiten van de Raad van Bestuur, maken de ECB tot een van de meest transparante centrale banken ter wereld.

Aangaande het verzoek tot openbaarmaking van informatie over het stemgedrag van leden van de Raad van Bestuur memoreerde de President dat de publicatie van stemgedragingen, gezien het specifieke institutionele bestel waarin het gemeenschappelijke monetaire beleid wordt gevoerd, het risico inhoudt dat leden van de Raad van Bestuur onder oneigenlijke, nationale druk komen te staan af te wijken van het perspectief van het eurogebied. De ECB handhaaft dan ook haar beleid waarbij geen enkele indicatie wordt gegeven omtrent individuele opvattingen of stemgedrag. Deze werkwijze draagt ertoe bij de aandacht van het publiek te vestigen op de economische motivering van beleidsbeslissingen in plaats van op individueel stemgedrag, en sluit aan bij het collegiale karakter van de Raad van Bestuur en zijn op het eurogebied georiënteerde perspectief.

### **VALSEMUNTERIJ EN DE BEVEILIGING VAN BANKBILJETTEN**

De leden van de Economische en Monetaire Commissie brachten voorts de kwestie van de vervalsing van eurobiljetten ter tafel. In zijn resolutie betreffende het Jaarverslag over 2003 van de ECB deed het Europese Parlement een oproep aan de ECB zeer alert te zijn op vervalsing en bij het ontwerpen van een nieuwe generatie bankbiljetten rekening te houden met de opgedane ervaring.

Bij zijn ontmoetingen met de Economische en Monetaire Commissie benadrukte de President dat de ECB de valsemunterij zeer serieus neemt en voortdurend streeft naar verbetering van haar bestrijdingsbeleid. Met diverse nationale en internationale autoriteiten zijn dan ook samen-

werkingsovereenkomsten gesloten voor het tegengaan van vervalsing. Bovendien vormt de ervaring met vervalste bankbiljetten een leidraad in het onderzoek naar en de ontwikkeling van nieuwe echtheidskenmerken voor de nieuwe generatie bankbiljetten. Informatie over alle vervalste eurobiljetten wordt bewaard in een databank van de ECB waartoe alle centrale banken van de EU en nationale opsporingsdiensten toegang hebben (zie ook Hoofdstuk 2, paragraaf 3).





**Kunstenaar**

Philippe Cognée

**Titel**

Foule, Place St Pierre de Rome, Pâques, 1999

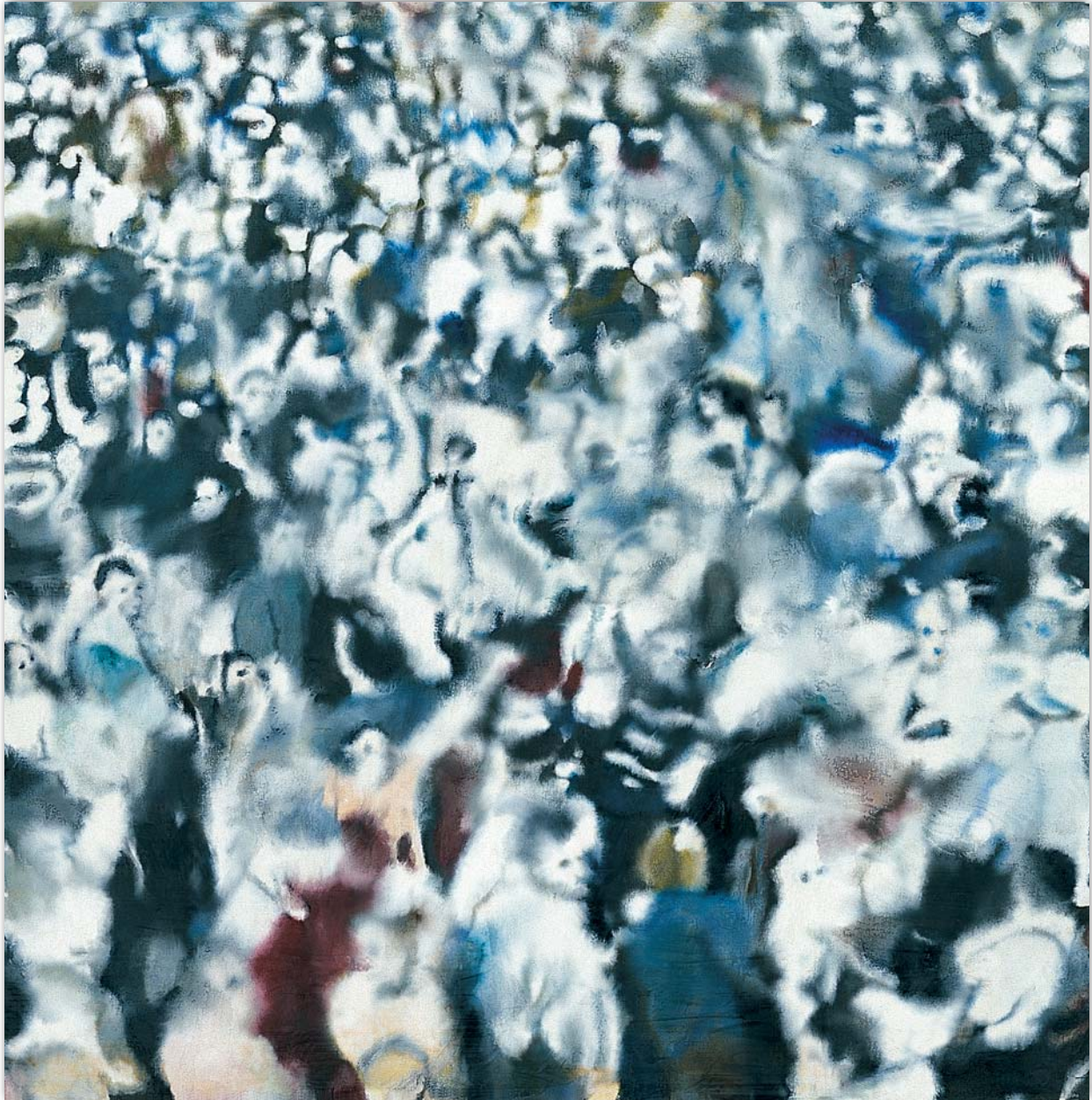
**Materiaal**

Pigment en was op doek

**Afmetingen**

154 × 153 cm

© VG Bild-Kunst, Bonn 2005



## HOOFDSTUK 6

# EXTERNE COMMUNICATIE

## I COMMUNICATIEBELEID

Communicatie vormt een integraal onderdeel van het monetaire beleid van de ECB en de uitvoering van haar overige taken. Twee centrale principes, te weten openheid en transparantie, geven richting aan de communicatie-activiteiten van de ECB. Deze komen de doeltreffendheid, doelmatigheid en geloofwaardigheid van het monetaire beleid van de ECB ten goede. Daarnaast dragen zij bij aan het streven van de ECB haar handelen volledig te verantwoorden, zoals reeds uitvoeriger besproken in Hoofdstuk 5.

De ECB heeft haar standaards op communicatiegebied aangescherpt. Monetaire-beleidsbeslissingen worden zodra de Raad van bestuur ze heeft genomen toegelicht op een persconferentie. Daar wordt een uitvoerige inleiding gehouden en stellen de President en de Vice-President zich beschikbaar voor het beantwoorden van persvragen. De in 1999 geïntroduceerde verstreking van onmiddellijke, periodieke en gedetailleerde uitleg met betrekking tot monetaire-beleidsbeslissingen van de ECB en de daaraan ten grondslag liggende beoordelingen staat borg voor een in zijn openheid en transparantie onder centrale banken uniek communicatiebeleid.

Bovendien is ook de communicatie met betrekking tot overige besluitvorming verder verbeterd. Sinds december 2004 wordt maandelijks een tekst gepubliceerd op de websites van de centrale banken in het Eurosysteem waarin andere besluiten van de Raad van Bestuur dan die inzake de rente uiteengezet worden.

Als onderdeel van het institutionele bestel van de EU dient de ECB haar regelgeving en statutaire publicaties bekend te maken in alle officiële talen van de Europese Unie, waarvan het aantal door de uitbreiding van de Unie op 1 mei 2004 is gestegen van elf tot twintig. De statutaire publicaties zijn het Jaarverslag, de kwartaalversie van het Maandbericht, de financiële weekstaat van het Eurosysteem en het Convergenceverslag. Uit hoofde van verantwoording en transparantie tegenover de Europese burgers en hun gekozen vertegenwoordigers publiceert de ECB daarnaast ook andere documentatie in alle officiële talen, met name persberichten

inzake monetaire-beleidsbeslissingen, macro-economische vooruitzichten van het Eurosysteem en voor het publiek relevante beleidsstandpunten. De voorbereiding, publicatie en distributie van de voornaamste ECB-publicaties in de diverse nationale talen geschieden in samenwerking met de nationale centrale banken.



## 2 COMMUNICATIE-ACTIVITEITEN

De communicatie van de ECB verloopt via een aantal publicaties en instrumenten, die voortdurend worden geactualiseerd teneinde het brede publiek en belanghebbende partijen zo effectief mogelijk te informeren.

Het Jaarverslag biedt een breed overzicht van de activiteiten van de ECB in het voorafgaande jaar en daarmee een middel om de ECB verantwoordelijk te houden voor haar optreden. Met het maandbericht verschaft de ECB telkens haar actuele beoordeling van diverse economische en monetaire ontwikkelingen en tevens gedetailleerde informatie die ten grondslag ligt aan haar besluitvorming. Verder bevat het Maandbericht artikelen over algemene onderwerpen betreffende het werkkterrein van een centrale bank. Daarnaast draagt de ECB bij aan de verbreiding van onderzoekresultaten door het uitgeven van 'Working Papers' en 'Occasional Papers' en door academische congressen, symposia en workshops te organiseren.

In 2004 is de ECB, samen met de BIS en de centrale banken van de G-10-landen, gestart met een nieuwe publicatie, "International Journal of Central Banking". Dit kwartaalvakblad voor centrale banken bevat beleidsrelevante artikelen over theorie en praktijk van het centrale-bankwerk, met bijzondere nadruk op onderzoek in verband met monetair beleid en financiële stabiliteit. Het eerste nummer verschijnt in 2005.

Alle leden van de Raad van Bestuur dragen rechtstreeks bij tot het streven de kennis van, en het inzicht in, taken en beleid van de ECB bij het publiek te vergroten, door middel van ontmoetingen met het Europese Parlement en nationale parlementen, met openbare toespraken en via de media. In 2004 hielden de zes directieleden rond 220 toespraken en talrijke interviews, en droegen zij artikelen bij aan vakbladen, publiekstijdschriften en dagbladen. Door middel van bezoeken aan lidstaten van de EU en andere landen brachten de President en de andere leden van de Directie de boodschappen van de ECB rechtstreeks bij de burgers van Europa en de rest van de wereld. De communicatie-inspanningen van de ECB richtten zich in toenemende mate op het publiek in de nieuwe EU-lidstaten, zowel voor als na hun toetreding tot de EU in 2004.

De nationale centrale banken van het eurogebied spelen eveneens een voorname rol in de verspreiding van informatie over de euro en de activiteiten van het Eurosysteem op nationaal niveau, onder het publiek en belanghebbende partijen. Daarbij spreken zij hun nationale of regionale publiek in de eigen taal en binnen de eigen context aan.

Nog een belangrijk medium voor de verstrekking van informatie aan de financiële markten is het geautomatiseerde informatiesysteem van

de ECB. Dit systeem geeft de meest actuele informatie door aan geselecteerde persagent-schappen die op hun schermen gegevens inzake de voornaamste rentetarieven van de ECB, markttransacties en liquiditeitsverhoudingen in het eurogebied tonen. Deze pagina's worden door de ECB aangeleverd en regelmatig geactualiseerd. Na een toelatingsprocedure is het aantal agentschappen waaraan door de ECB toegang tot dit systeem is verleend in 2004 uitgebreid van drie tot vijf.

Alle door de ECB gepubliceerde documenten en informatie over haar diverse activiteiten worden beschikbaar gesteld op de website van de ECB ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)). In 2004 is de website vernieuwd: het uiterlijk is gemoderniseerd en de inhoud geherstructureerd uit een oogpunt van gebruiksvriendelijkheid. Ook dient de website als een ontmoetingspunt voor vragen van het publiek en als platform voor openbare raadplegingen. Via de diverse kanalen werden in 2004 rond 47.000 verzoeken om informatie ontvangen en afgehandeld.

Daarnaast streeft de ECB ook naar openheid in letterlijke zin, door bezoekers in groepsverband te ontvangen op haar kantoor in Frankfurt. In 2004 ontvingen rond 8.000 bezoekers informatie uit de eerste hand in de vorm van lezingen en presentaties door medewerkers van de ECB. Vooral universitaire studenten en personen werkzaam in de financiële sector brachten een bezoek aan de ECB.



**Kunstenaar**

Jan Fabre

**Titel**

Zonder Titel, 1987

**Materiaal**

Balpeninkt op papier

**Afmetingen**

200 × 158 cm

© VG Bild-Kunst, Bonn 2005



## HOOFDSTUK 7

# UITBREIDING VAN DE EUROPESE UNIE



## I GESLAAGDE TOETREDING VAN TIEN NIEUWE LIDSTATEN

Op 1 mei 2004 zijn tien landen in Midden- en Oost-Europa en het Middellandse-Zeegebied – de Tsjechische Republiek, Estland, Cyprus, Letland, Litouwen, Hongarije, Malta, Polen, Slovenië en Slowakije – toegetreden tot de Europese Unie. De nationale centrale banken van de nieuwe lidstaten werden daarbij geïntegreerd in het ESCB en hun presidenten werden volwaardig lid van de Algemene Raad. Deskundigen van deze nationale centrale banken genieten het volwaardige lidmaatschap van de ESCB-comités voorzover daar zaken worden behandeld waarover de Algemene Raad beslist.

De integratie van de nieuwe leden in het ESCB verliep zonder problemen. Op basis van het in 2003 vastgestelde Toetredings-Masterplan van de ECB werden voorbereidingen getroffen, vooral op het gebied van monetaire-beleids-transacties, betalings- en effectenverkeer, statistieken, bankbiljetten en IT-infrastructuur en -toepassingen. De desbetreffende IT-infrastructuur van het ESCB werd verbeterd en biedt thans alle 25 nationale centrale banken en de ECB een verhoogde graad van bedrijfszekerheid en beveiliging. De verdeelsleutel voor deelneming in het kapitaal van de ECB werd uitgebreid en de nationale centrale banken van de nieuwe lidstaten betaalden een deel van hun eigen vermogen als bijdrage in de bedrijfskosten van de ECB.

De laatste voorbereidingsfase voor de toetreding ging in maart 2004 van start met het vijfde symposium op hoog niveau over het toetredingsproces in Parijs. Dit symposium, georganiseerd door de ECB en de Banque de France samen, werd bijgewoond door directeuren en hoge vertegenwoordigers van de centrale banken in het ESCB, de tien toetredende landen en de kandidaat-lidstaten Bulgarije en Roemenië die aan de vooravond stonden van de laatste onderhandelingsfase over hun toetreding tot de EU. Het symposium betrof het monetaire beleid, het wisselkoersbeleid en het praktisch functioneren van het wisselkoersmechanisme ERM II ('Exchange Rate Mechanism II'), de begrotingsdiscipline in de context van het Stabiliteits- en Groeipact en aangelegenheden in ver-

band met financiële standaards, boekhoudregels en deugdelijk ondernemingsbestuur.

De tijdens het uitbreidingsproces opgedane praktische ervaring is inmiddels geëvalueerd en zal worden meegenomen bij de voorbereidingen op toekomstige uitbreiding van de EU en het eurogebied.

Op 20 oktober 2004 publiceerden de Europese Commissie en de ECB elk een Convergentieverlag over de vorderingen van lidstaten met een derogatie, waaronder de nieuwe lidstaten, op de weg naar naleving van de verplichtingen betreffende de realisering van de Economische en Monetaire Unie. De ECB concludeerde in haar Convergentieverlag dat geen van de beoordeelde landen voldeed aan alle voorwaarden voor invoering van de euro, met inbegrip van de aan wet- en regelgeving gestelde eisen die de feitelijke onafhankelijkheid van de nationale centrale bank moeten waarborgen.

Naar aantal toetredende landen was deze uitbreiding de belangrijkste in de geschiedenis van de Europese integratie. Het economische gewicht van de nieuwe lidstaten is echter relatief gering in vergelijking met eerdere uitbreidingen. Bijgevolg zijn door de toetreding van de nieuwe lidstaten de voornaamste economische karakteristieken van de EU niet fundamenteel veranderd. De economische diversiteit binnen de EU is echter wel toegenomen, daar de institutionele en structurele kenmerken van de nieuwe lidstaten in veel opzichten verschillen van die van de overige lidstaten. De nieuwe lidstaten zijn in meerderheid verwickeld in een overgangsproces van een centraal geleide economie naar een markteconomie, en dit vergt ingrijpende institutionele en structurele veranderingen in het economische bestel. Op de langere termijn zal de uitbreiding waarschijnlijk positief bijdragen aan de economische groei in de EU – van zo'n positieve invloed was zelfs al sprake tijdens de tien jaar van voorbereidingen op de uitbreiding. Deze paragraaf behandelt een aantal belangrijke macro-economische karakteristieken van de EU vóór en na de toetreding van de nieuwe lidstaten, vergezeld van overeen-

komstige gegevens over de Verenigde Staten en Japan.

### BEVOLKING EN ECONOMISCHE BEDRIJVGHEID

Zoals aangegeven in Tabel 16 is door de uitbreiding van 2004 de bevolking van de EU met bijna 20% toegenomen, tot een totaal van 457,7 miljoen. Aldus beschouwd blijft de EU de grootste eenheid in de geïndustrialiseerde wereld.

De economische bedrijvigheid in de landen die behoren tot de EU-25, afgemeten aan het bbp, bedroeg in 2003 €9.752 miljard, waaraan op basis van de huidige wisselkoersen de toetreding van de nieuwe lidstaten 4,5% bijdroeg. Uit historisch oogpunt was de economische omvang van de uitbreiding relatief beperkt. Zo nam door de toetreding in 1986 van Spanje en Portugal tot

de Europese Gemeenschap (die toen uit tien landen bestond) het totale bbp van de Gemeenschap met iets meer dan 8% toe, terwijl de uitbreiding met Oostenrijk, Finland en Zweden in 1995 de economische productie deed toenemen met iets meer dan 7%. Op basis van bbp- en wisselkoersgegevens over 2003 is door de toetreding van de nieuwe lidstaten het aandeel van de EU in het mondiale bbp toegenomen van 30,4% tot 31,8%. Daarbij zij aangetekend dat deze internationale vergelijkingen sterk worden beïnvloed door het wisselkoersenverloop. Eén van de mogelijkheden om de fluctuaties en eventuele vertekening in marktprijsgegevens te ondervangen is het trekken van een vergelijking op basis van koopkrachtpariteiten (*purchasing power parities/PPP*), zij het dat ook daarbij de nodige omzichtigheid moet worden betracht. Op basis van PPP-cijfers voor 2003 heeft de recente

**Tabel 16 Kengetallen voor de economie van de EU vóór en na uitbreiding met de nieuwe lidstaten**

	Verslagperiode	Eenheid	EU-15	EU-25	Verenigde Staten	Japan
Bevolking	2004	miljoenen	384,5	457,7	293,9	127,5
Bbp (percentage van mondiaal bbp) <sup>1)</sup>	2003	%	30,4	31,8	30,4	11,9
Bbp	2003	EUR miljard	9.310	9.752	9.673	3.800
	2003	PPP miljard	9.310	10.193	9.957	3.254
Bbp per hoofd v.d. bevolking	2003	× EUR 1.000	24,2	21,3	32,9	29,8
	2003	× PPP 1.000	24,3	22,3	34,2	25,5
Uitvoer goederen en diensten	2003	% bbp	14,0	12,4	9,3	12,2
Invoer goederen en diensten	2003	% bbp	13,3	12,1	13,8	10,6
Bedrijvigheid per sector <sup>2)</sup>						
Landbouw, visserij, bosbouw	2003	% bbp	2,0	2,1	0,8	1,2
Industrie (inclusief bouwnijverheid)	2003	% bbp	26,6	26,8	19,7	29,2
Diensten	2003	% bbp	71,4	71,1	79,5	69,6
Werkloosheid	2003	%	8,1	9,1	6,0	5,3
Arbeidsparticipatie beroepsbevolking <sup>3)</sup>	2003	%	70,0	69,3	75,8	78,2
Werkgelegenheid <sup>4)</sup>	2003	%	64,4	63,0	71,2	68,4
Overheid <sup>5)</sup>						
Overschot (+) of tekort (-)	2003	% bbp	-2,7	-2,8	-4,6	-7,5
Uitgaven	2003	% bbp	48,5	48,5	34,4	39,1
Inkomsten	2003	% bbp	45,8	45,6	29,8	31,6
Brutoschuld	2003	% bbp	64,2	63,2	63,1	156,9
Bancaire tegoeden <sup>6)</sup>	2003	% bbp	83,9	82,4	47,8	120,2
Kredietverlening a/d particuliere sector (stand) <sup>7)</sup>	2003	% bbp	99,2	96,3	51,4	118,8
Marktkapitalisatie	2003	% bbp	66,3	65,2	126,7	61,6

Bronnen: Eurostat, Europese Commissie, IMF, BIS, ECB en ECB-berekeningen.

1) Percentages van het bbp zijn gebaseerd op het bbp in huidige Amerikaanse dollars.

2) Gebaseerd op bruto toegevoegde waarde tegen huidige prijzen.

3) Gedefinieerd als het quotiënt van de beroepsbevolking (personen tussen 15 en 65 jaar) en het arbeidspotentieel.

4) Gedefinieerd als het quotiënt van de de beroepsbevolking (personen tussen 15 en 65 jaar) en het aantal werkenden.

5) Gebaseerd op ESA95.

6) EU-15 en EU-25: totaal deposito's bij MFI's; V.S.: direct opvraagbare en termijndeposito's plus spaartegoeden bij kredietinstellingen;

Japan: direct opvraagbare en termijndeposito's bij depositobanken.

7) EU-15 en EU-25: kredietverlening door MFI's aan overige ingezetenen; VS: kredietverlening door commerciële banken, spaarinstellingen en/coöperatieve kredietbanken (credit unions); Japan: kredietverlening aan de particuliere sector.

uitbreiding het bbp van de EU doen toenemen met 9,5%, waarmee het dat van de VS is voorbijgestreefd.

Aangezien de nieuwe lidstaten een relatief grote bevolking kennen in verhouding tot hun actuele economische bedrijvigheid, betekende hun toetreding een daling van het gemiddelde bbp per hoofd van de EU-bevolking. Naar verwachting zal hierin geleidelijk verandering komen naarmate deze landen vorderen op hun inhaaltraject. In vergelijking met de Verenigde Staten en Japan is het bbp per hoofd van de bevolking in de EU-25 nog laag, hoewel het verschil ten opzichte van Japan gemeten naar PPP veel geringer is (op basis van cijfers over 2003).

Dat de economische bedrijvigheid ook op langere termijn invloed zal ondervinden van de toetreding van de nieuwe lidstaten, komt doordat deze van invloed is op prikkels en belemmeringen voor het verkeer van goederen, diensten, kapitaal en personen (de 'vier vrijheden') tussen de nieuwe lidstaten en de overige landen van de EU, al zullen migratiestromen nog een aantal jaren aan limieten gebonden blijven. Zo zal de uitbreiding van de gemeenschappelijke markt, en daarmee de vergroting van het werkingsgebied van de vier vrijheden tot 25 landen, waarschijnlijk de concurrentie doen toenemen en schaalvoordelen opleveren. De omvang van deze effecten en de snelheid waarmee zij zich doen voelen, zal echter van diverse factoren afhangen, zoals het toekomstige economische beleid van EU-lidstaten.

#### **INTERNATIONALE HANDEL**

Sinds de uitbreiding wordt de handel tussen de EU-15 en de nieuwe lidstaten, evenals de handel tussen de nieuwe lidstaten onderling, uiteraard aangemerkt als interne handel van de EU en niet langer als externe handel. Daarentegen wordt de handel tussen de nieuwe lidstaten en de rest van de wereld, uitgezonderd de landen van de EU-15, thans beschouwd als externe handel van de EU-25. Door de toetreding van de nieuwe lidstaten is de commerciële openheid van de EU enigszins afgenomen, ondanks het feit dat de meeste nieuwe lidstaten zeer open

economieën zijn, daar de handel tussen de EU-15 en de nieuwe lidstaten van meer belang is dan de handel tussen de nieuwe lidstaten met landen buiten de EU. Volgens gegevens over 2003 was de uitvoer van goederen en diensten goed voor 12,4% van het bbp van de uitgebreide EU, vergeleken met 9,3% en 12,2% voor de Verenigde Staten respectievelijk Japan.

#### **PRODUCTIESTRUCTUUR**

De structuur van de productie in de nieuwe lidstaten wordt gekenmerkt doordat landbouw (3,2%) en industrie (31,9%) een groter, en de dienstensector (64,9%) een kleiner aandeel van het bbp voor hun rekening nemen dan gemiddeld in de rest van de EU. In de nieuwe lidstaten lijken de verschillen tussen de diverse sectoren voor wat betreft de verdeling van werkgelegenheid meer geprononceerd dan in de EU-15. Niettemin heeft de uitbreiding slechts geringe gevolgen gehad zowel voor de aandelen van deze globale sectoren in het bbp van de EU als voor de verdeling van de werkgelegenheid. In verhouding tot de overige grote economische blokken is de agrarische sector in de EU groot vergeleken met die in de Verenigde Staten en Japan, terwijl de industriële sector van de EU groter is dan die van de Verenigde Staten maar kleiner dan die van Japan. De Europese dienstensector is groter dan de Japanse, maar kleiner dan de Amerikaanse.

#### **ARBEIDSMARKT**

De gemiddelde werkloosheid in de nieuwe lidstaten is hoger dan die in de EU-15, zodat door de uitbreiding de gemiddelde werkloosheid in de EU-25 iets is toegenomen. Ondanks een daling tegen het eind van het vorige decennium, is de werkloosheid in zowel de EU-15 als de EU-25, in 2003 respectievelijk 8,1% en 9,1%, significant hoger dan in de Verenigde Staten en Japan, waar dit cijfer 6,0% respectievelijk 5,3% bedroeg. In de nieuwe Midden- en Oost-Europese lidstaten is de werkloosheid de afgelopen tien jaar gestegen terwijl regionale verschillen in werkloosheid zijn opgelopen als gevolg van structurele aanpassingen in verband met de overgang naar een markteconomie. De komende jaren kan het vooruitzicht voor de werkgele-

genheid echter weer verbeteren, indien de golf van banenverlies als gevolg van bedrijfsreorganisaties wegebt. In de nieuwe lidstaten is het potentieel aanwezig om de achterstand aan bbp per hoofd van de bevolking in te lopen. Op de langere duur kan dit eveneens gaan bijdragen tot een gunstige werkgelegenheidsontwikkeling en verlaging van de werkloosheid.

Door de toetreding van de nieuwe lidstaten is de werkgelegenheid in de EU met 1,4 procentpunt afgenomen, tot thans 63,0%. Uitsplitsing van de werkgelegenheidscijfers per land laat zien dat vooral de participatiegraad van mannen in de nieuwe lidstaten aanmerkelijk lager ligt dan in de EU-15, terwijl de achterstand bij de vrouwen minder opvallend is. De participatie van ouderen (leeftijd van 55 tot 64) is in de lidstaten eveneens aanzienlijk geringer dan in de EU-15. In vergelijking met de Verenigde Staten en Japan is de participatiegraad van het arbeidspotentieel in de EU laag. De combinatie van een lagere participatiegraad en hogere werkloosheid in de EU komt tot uiting in een werkgelegenheidscijfer beneden dat van de Verenigde Staten en Japan.

#### **BEGROTINGSPOSITIE EN OMVANG VAN DE KWARTAIRE SECTOR**

Het gewogen gemiddelde begrotingstekort in de EU is door de toetreding van de nieuwe lidstaten niet wezenlijk veranderd, ondanks het feit dat de meeste nieuwe lidstaten een hoog begrotingstekort kennen (zie ook Hoofdstuk 1, paragraaf 2.5). De uitgaven- en inkomstenquoten liggen in de meeste nieuwe lidstaten wat lager, al zijn ze hoog in verhouding tot het inkomensniveau. Omdat de economie van de nieuwe lidstaten slechts klein is, blijft het aandeel van de overheidssector in de EU-25 echter globaal onveranderd ten opzichte van dat in de EU-15. Daar de schuldquote in de nieuwe lidstaten in het algemeen beduidend onder het voor de EU-15 geldende niveau ligt, is de gemiddelde schuldquote thans iets lager dan vóór de uitbreiding.

Het overheidstekort dat voor de landen van de EU-25 in 2003 op 2,8% stond, is thans lager dan



in de Verenigde Staten en Japan. Tegelijkertijd maakt de overheidssector in de EU-25 een groter deel van de economie uit dan in de Verenigde Staten en Japan. In de EU-25 bedraagt de uitgavenquote bijna 49% en de inkomstenquote iets minder dan 46%. In de Verenigde Staten zijn de uitgaven van de overheidssector goed voor ruim 34% van het bbp, terwijl de inkomsten iets beneden de 30% liggen. In Japan komt het grote overheidstekort tot uiting in een uitgavenquote van iets meer dan 39% van het bbp en een inkomstenquote van bijna 32%. Hoewel een opeenstapeling van begrotingstekorten in het verleden zowel in de EU als in de Verenigde Staten tot hoge schuldquotes heeft geleid, liggen die nog beduidend lager dan de Japanse.

#### **FINANCIËLE STRUCTUUR**

De uitbreiding heeft niet geleid tot significante wijziging van de financiële structuur van de EU als geheel, hoewel de financiële bemiddeling in de nieuwe lidstaten gemiddeld sterker bij de bankensector is geconcentreerd dan in de EU-15. In de meeste nieuwe lidstaten is de financiële sector verhoudingsgewijs klein, gemeten naar het vermogen van het bankwezen en de marktkapitalisatie van de effectenmarkt. Echter, het niveau van de financiële bemiddeling, dat wil zeggen het omzetten door financiële instellingen van nieuwe tegoeden in nieuwe vorde-

ringen ter financiering van investeringen, is in sommige nieuwe lidstaten de laatste tijd vrij snel aan het toenemen. In vergelijking met de Verenigde Staten is de financiële sector nog relatief sterk georiënteerd op het bankwezen, terwijl de rol van de aandelenbeurzen in de financiële bemiddeling geringer is. Vergeleken met Japan speelt het bankwezen van de EU echter een geringere rol in de financiële sector, terwijl effectenbeurzen hier belangrijker zijn.

## 2 BETREKKINGEN MET KANDIDAAT-LIDSTATEN VAN DE EU

Vier landen hebben thans de status van kandidaat-lidstaat van de EU, te weten: Bulgarije, Kroatië, Roemenië en Turkije. In vervolg op de geslaagde voltooiing van de toetredingsonderhandelingen met Bulgarije en Roemenië heeft de Europese Raad er in december 2004 toe opgeroepen het toetredingsverdrag met deze twee landen af te ronden zodat het in april 2005 kan worden ondertekend. Bulgarije en Roemenië zouden dan naar verwachting in januari 2007 kunnen toetreden. Kroatië is sinds juni 2004 kandidaat-lid, en mits het land onvoorwaardelijk samenwerkt met het Internationale Strafgerechtshof voor het voormalige Joegoslavië, zullen de onderhandelingen over de toetreding tot de EU in maart 2005 van start gaan. Turkije heeft in 1999 tijdens de vergadering van de Europese Raad te Helsinki de status kandidaat-lidstaat gekregen, en in december 2004 heeft de Europese Raad, mede op basis van een rapport en een aanbeveling van de Commissie, besloten dat Turkije in zodanige mate voldoet aan de politieke criteria van Kopenhagen dat onderhandelingen over toetreden kunnen worden geopend, mits het land bepaalde wettelijke regelingen invoert. Tegen deze achtergrond heeft de Raad de Commissie verzocht een voorstel te doen voor een onderhandelingskader dat voorziet in opening van de onderhandelingen op 3 oktober 2005.

Het Eurosysteem volgde als voorheen de monetaire en economische ontwikkelingen in de kandidaat-lidstaten, met bijzondere aandacht voor het desinflatieproces, de financiële sector en de structurele convergentie met de EU.

De ECB heeft de bilaterale banden met de centrale banken van Bulgarije en Roemenië verder aangehaald. In oktober hebben de eerste bezoeken van de Directie van de ECB aan die van de Bulgaarse Nationale Bank en de Nationale Bank van Roemenië plaatsgevonden. Deze bezoeken hadden vooral tot doel de toekomstige samenwerking met het Eurosysteem te bespreken, met als onderdeel een vroegtijdige dialoog tussen de ECB en de centrale banken van landen die in onderhandeling zijn over toetreding. Na ondertekening van het toetredingsverdrag zullen

de presidenten van deze centrale banken worden uitgenodigd de vergaderingen van de Algemene Raad als toehoorder bij te wonen. Deskundigen van deze centrale banken krijgen dan de status van waarnemer in de ESCB-comités wanneer die vergaderen over zaken die onder de competentie van de Algemene Raad vallen. Een bezoek aan de Kroatische Nationale Bank zal naar verwachting plaatsvinden in maart 2005.

Ook zette de ECB haar beleidsdialoog op hoog niveau met de Centrale Bank van de Republiek Turkije voort, waartoe jaarlijkse vergaderingen op directieniveau behoren. De besprekingen richtten zich op het macro-economische stabiliseringsproces van Turkije, het monetaire en wisselkoersbeleid van de Centrale Bank van de Republiek Turkije en de economische situatie in het eurogebied. Naast deze beleidsdialoog werd ook de technische samenwerking tussen taakgebieden van de ECB en de Centrale Bank van de Republiek Turkije voortgezet.

**Kunstenaar**

Reinhold A. Goelles

**Titel**

Zonder Titel

**Materiaal**

Acrylverf op doek

**Afmetingen**

152 × 100 cm

© Europese Centrale Bank



## HOOFDSTUK 8

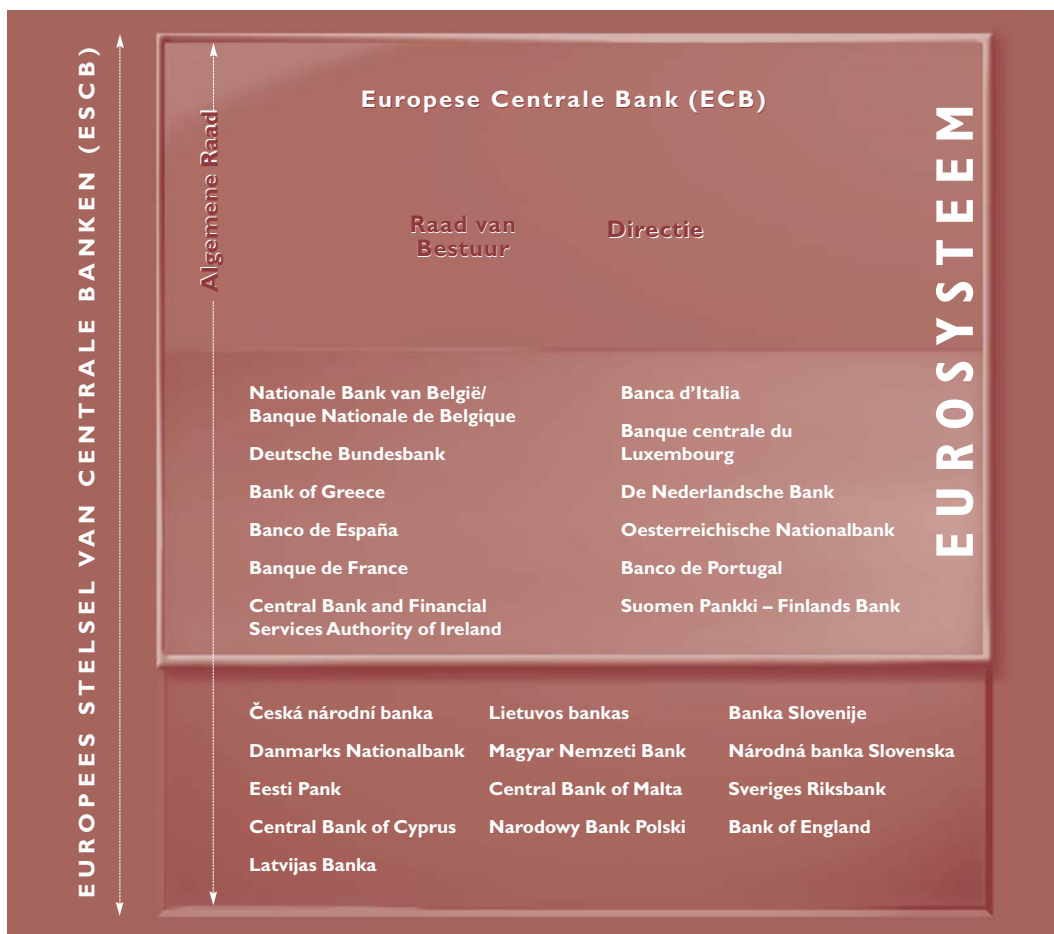
# INSTITUTIONEEL KADER, ORGANISATIE EN JAARREKENING





# I BESLUITVORMENDE ORGANEN EN CORPORATE GOVERNANCE VAN DE ECB

## I.1 HET EUROSISTEEM EN HET EUROPEES STELSEL VAN CENTRALE BANKEN



Het Eurosysteem is het centrale-bankstelsel van het eurogebied en omvat de ECB en de nationale centrale banken van de twaalf lidstaten die de euro als gemeenschappelijke munt hebben. Om de structuur van het centrale-bankwezen in het eurogebied inzichtelijker te maken, heeft de Raad van Bestuur besloten de naam “Eurosysteem” te hanteren. De term onderstreept de gezamenlijke identiteit, het teamwerk en de samenwerking van al zijn leden, en is tevens opgenomen in het Verdrag tot vaststelling van een Grondwet voor Europa, dat op 29 oktober 2004 in Rome werd ondertekend. De Raad van Bestuur heeft tevens zijn goedkeuring gehecht aan de missie van het Eurosysteem, alsmede aan de strategische oogmerken en organisatorische beginselen voor de vervulling van de func-

ties van het Eurosysteem door alle leden van het Eurosysteem (zie Kader 15).

Het ESCB bestaat uit de ECB en de nationale centrale banken van alle lidstaten van de EU (25 sinds 1 mei 2004), d.w.z. het omvat ook de nationale centrale banken van de lidstaten die nog niet zijn overgegaan op de euro. 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 van het ESCB en is verantwoordelijk voor de uitvoering van de

respectieve taken, hetzij door eigen werkzaamheden hetzij via de nationale centrale banken.

Elke nationale centrale bank 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. Ook via deelname aan de verschillende comités van het Eurosysteem en het ESCB (zie Paragraaf 1.5 in dit Hoofdstuk) leveren de nationale centrale banken een bijdrage aan de werkzaamheden van het Eurosysteem en het ESCB. De nationale centrale banken mogen op eigen verantwoordelijkheid ook taken vervullen die geen verband houden met het Eurosysteem, tenzij de Raad van Bestuur van mening is dat dergelijke taken de doelstellingen en taken van het Eurosysteem doorkruisen.

Het Eurosysteem en het ESCB worden bestuurd door de besluitvormende organen van de ECB: de Raad van Bestuur en de Directie. De besluitvorming binnen het Eurosysteem en het ESCB is gecentraliseerd. De ECB en de nationale cen-

trale banken werken echter gezamenlijk, zowel strategisch als operationeel, aan de verwezenlijking van de gemeenschappelijke doelstellingen, met inachtneming van het decentralisatiebeginsel en overeenkomstig de Statuten van het ESCB. De Algemene Raad fungeert als derde besluitvormend orgaan van de ECB zolang er lidstaten zijn die nog niet op de euro zijn overgegaan. De besluitvormende organen fungeren conform de bepalingen van het Verdrag, de Statuten van het ESCB en de desbetreffende Reglementen van Orde<sup>1</sup>. Met het oog op het aanpassen van deze regels aan de ontwikkelingen sinds 1999 en ter voorbereiding op de veranderingen ten gevolge van de uitbreiding van het ESCB, zijn in 2004 zowel het Reglement van Orde van de Europese Centrale Bank als het Reglement van Orde van de Algemene Raad van de ECB herzien.

<sup>1</sup> Voor het Reglement van Orde van de ECB, zie Besluit ECB/2004/2 van 19 februari 2004 ter goedkeuring van het Reglement van Orde van de Europese Centrale Bank, Pb L 80, 18 maart 2004, blz. 33; Besluit ECB/2004/12 van 17 juni 2004 ter goedkeuring van het Reglement van Orde van de Algemene Raad van de ECB, Pb L 230, 30 juni 2004, blz. 61; en Besluit ECB/1999/7 van 12 oktober 1999 betreffende het Reglement van Orde van de Directie van de ECB, Pb L 314, 8 december 1999, blz. 34. Deze reglementen zijn tevens beschikbaar op de website van de ECB.

## Kader 15

### DE MISSIE VAN HET EUROSISTEEM

In januari 2005 werd de Missie van het Eurosysteem gepubliceerd. De goedkeuring van de Missie door de Raad van Bestuur, die volgde op de goedkeuring van de Missie van de ECB door de Directie in augustus 2003, bouwt voort op de ervaring die sinds 1999 is opgedaan met een gemeenschappelijk centrale-bankstelsel voor het eurogebied en de specifieke deskundigheid en onontbeerlijke bijdragen van alle centrale banken van het Eurosysteem. De Missie luidt als volgt:

*“Het Eurosysteem, dat bestaat uit de Europese Centrale Bank en de nationale centrale banken van de lidstaten die de euro als munt hebben, is de monetaire autoriteit van het eurogebied. Wij in het Eurosysteem hebben als hoofddoel het handhaven van prijsstabiliteit in het algemeen belang. In onze hoedanigheid van toonaangevende financiële autoriteit, beogen wij tevens financiële stabiliteit te waarborgen en financiële integratie in Europa te bevorderen.*

*Bij het nastreven van onze doelstellingen hechten wij het grootste belang aan geloofwaardigheid, vertrouwen, transparantie en verantwoording. Wij streven naar effectieve communicatie*

*met de Europese burger en de media. Onze betrekkingen met de Europese en nationale autoriteiten zullen wij volledig conform de Verdragsbepalingen en met inachtneming van het onafhankelijkheidsbeginsel onderhouden.*

*Zowel strategisch als operationeel werken wij gezamenlijk aan de verwezenlijking van onze gemeenschappelijke doelstellingen, met inachtneming van het decentralisatiebeginsel. Wij zijn gecommiteerd aan behoorlijk bestuur en aan het doeltreffend en efficiënt uitvoeren van onze taken, in een geest van samenwerking en teamwerk. Gebruik makend van onze brede en diepe ervaring en van de uitwisseling van kennis en vaardigheden, streven wij ernaar onze gezamenlijke identiteit te versterken, met één stem te spreken en synergie-effecten te benutten, binnen een kader van duidelijk gedefinieerde taken en verantwoordelijkheden voor alle leden van het Eurosysteem.”*

Deze Missie zet uiteen wat de centrale banken van het Eurosysteem gezamenlijk nastreven en hoe zij samenwerken op basis van gemeenschappelijke waarden. De Missie is gebaseerd op een overeengekomen reeks organisatorische beginselen en een aantal strategische oogmerken (meer informatie is beschikbaar op de website van de ECB). Tevens wordt getracht alle medewerkers een duidelijk richtsnoer te bieden en het publiek te informeren over hoe het Eurosysteem de taken verricht en de doelstellingen verwezenlijkt die hem krachtens het Verdrag zijn opgedragen.

## 1.2 DE RAAD VAN BESTUUR

De Raad van Bestuur omvat alle leden van de Directie en de presidenten van de nationale centrale banken van de lidstaten die op de euro zijn overgegaan. Krachtens het Verdrag zijn de belangrijkste taken van de Raad van Bestuur:

- het vaststellen van de richtsnoeren en het nemen van de besluiten die nodig zijn voor het vervullen van de aan het Eurosysteem opgedragen taken; en
- het formuleren van het monetaire beleid van het eurogebied, in voorkomend geval met inbegrip van besluiten met betrekking tot intermediaire monetaire doelstellingen, de belangrijkste rentetarieven en de liquiditeitsvoorziening in het Eurosysteem, en het opstellen van de nodige richtsnoeren voor de uitvoering ervan.

De Raad van Bestuur vergadert gewoonlijk twee maal per maand in het gebouw van de ECB in Frankfurt am Main in Duitsland. Tijdens de eerste vergadering van elke maand worden onder meer de monetaire en economische ontwikke-

lingen diepgaand besproken en worden daarmee samenhangende besluiten genomen, terwijl de tweede vergadering gewoonlijk is gewijd aan vraagstukken die verband houden met andere taken en verantwoordelijkheden van de ECB en het Eurosysteem. In 2004 zijn twee vergaderingen buiten Frankfurt belegd: de eerste werd georganiseerd door Suomen Pankki – Finlands Bank in Helsinki en de tweede door de Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique in Brussel.

Bij het nemen van besluiten omtrent het monetaire beleid en de andere taken van de ECB en het Eurosysteem handelen de leden van de Raad van Bestuur niet als vertegenwoordigers van hun land maar in een volledig onafhankelijke persoonlijke hoedanigheid. Dit komt tot uitdrukking in het feit dat ieder lid binnen de Raad van Bestuur één stem heeft.

Krachtens een in het Verdrag van Nice opgenomen “machtigingsclausule” heeft de EU-Raad, bijeen in de samenstelling van de staatshoofden en regeringsleiders, op basis van een aanbeveling van de ECB, op 21 maart 2003 unaniem zijn goedkeuring verleend aan het Besluit

inzake een wijziging van artikel 10.2 van de statuten van het ESCB (betreffende de regelingen inzake het stemmen van de Raad van Bestuur). Nadat het door alle lidstaten was geraficeerd, is het Besluit op 1 juni 2004 in werking getreden. Overeenkomstig het Besluit blijven alle leden van de Raad van Bestuur de vergaderingen bijwonen en aan de beraadslagingen deelnemen. Het aantal presidenten van de nationale centrale banken met stemrecht mag echter nooit groter zijn dan vijftien. Wanneer het aantal centrale-bankpresidenten in de Raad van Bestuur groter is dan 15, zullen zij hun stemrecht uitoefenen op basis van een roulatiesysteem. De vijftien stemrechten zullen volgens vooraf vastgestelde regels onder de centrale-bankpresidenten rouleren. De zes leden van de Directie zullen elk een permanent stemrecht behouden.

## DE RAAD VAN BESTUUR



### **Jean-Claude Trichet**

President van de ECB

### **Lucas D. Papademos**

Vice-President van de ECB

### **Jaime Caruana**

President van de Banco de España

### **Vítor Constâncio**

President van de Banco de Portugal

**Eugenio Domingo Solans** (t/m 31 mei 2004)

Lid van de Directie van de ECB

### **Antonio Fazio**

President van de Banca d'Italia

### **Nicholas C. Garganas**

President van de Bank of Greece

### **José Manuel González-Páramo**

(vanaf 1 juni 2004)

Lid van de Directie van de ECB

### **John Hurley**

President van de Central Bank and Financial Services Authority of Ireland

### **Otmar Issing**

Lid van de Directie van de ECB

### **Klaus Liebscher**

President van de Oesterreichische Nationalbank

**Erkki Liikanen** (vanaf 12 juli 2004)

President van Suomen Pankki – Finlands Bank

### **Matti Louekoski**

(van 1 april 2004 tot 1 juli 2004)

Plaatsvervangend President van Suomen Pankki - Finlands Bank

### **Yves Mersch**

President van de Banque centrale du Luxembourg

### **Christian Noyer**

President van de Banque de France

### **Tommaso Padoa-Schioppa**

Lid van de Directie van de ECB

### **Guy Quaden**

Gouverneur van de Nationale Bank van België/  
Banque Nationale de Belgique

**Jürgen Stark** (van 7 april t/m 29 april 2004)

Plaatsvervangend President van de Deutsche Bundesbank

### **Gertrude Tumpel-Gugerell**

Lid van de Directie van de ECB

**Matti Vanhala** (tot 31 maart 2004)

President van Suomen Pankki – Finlands Bank

**Axel A. Weber** (vanaf 30 april 2004)

President van de Deutsche Bundesbank

### **Nout Wellink**

President van De Nederlandsche Bank

**Ernst Welteke** (tot 6 april 2004)

President van de Deutsche Bundesbank

### **Achterste rij**

(van links naar rechts):

Klaus Liebscher, Nout Wellink, Erkki Liikanen, Tommaso Padoa-Schioppa, Antonio Fazio, Jaime Caruana

### **Middelste rij**

(van links naar rechts):

Axel A. Weber, Nicholas C. Garganas, Christian Noyer, Vítor Constâncio, José Manuel González-Páramo, Guy Quaden

### **Voorste rij**

(van links naar rechts):

Gertrude Tumpel-Gugerell, Lucas D. Papademos, Jean-Claude Trichet, Yves Mersch, Otmar Issing, John Hurley

Op 29 september 2004 is Matti Vanhala, lid van de Raad van Bestuur (1998-2004), overleden.

Op 9 november 2004 is Eugenio Domingo Solans, lid van de Directie en de Raad van Bestuur (1998-2004), overleden.

### 1.3 DE DIRECTIE

De Directie bestaat uit de President, de Vice-President en vier overige leden die in onderlinge overeenstemming zijn benoemd door de staatshoofden of regeringsleiders van de lidstaten die op de euro zijn overgegaan. De belangrijkste taken van de Directie, die gewoonlijk eens per week bijeenkomt, zijn:

- het voorbereiden van de vergaderingen van de Raad van Bestuur;
- het uitvoeren van het monetaire beleid overeenkomstig de richtsnoeren en besluiten van de Raad van Bestuur en het daartoe geven

van de nodige instructies aan de nationale centrale banken van het Eurosysteem;

- het dragen van de verantwoordelijkheid voor de dagelijkse gang van zaken bij de ECB;
- het op zich nemen van bepaalde, door de Raad van Bestuur aan de Directie gedelegeerde taken, met inbegrip van bepaalde regelgevende taken.

Het Management Comité, dat wordt voorgezeten door een lid van de Directie, adviseert en ondersteunt de Directie bij het beheer, de bedrijfsplanning en het jaarlijkse begrotingsproces van de ECB.

#### Achterste rij

(van links naar rechts):

José Manuel González-Páramo,  
Tommaso Padoa-Schioppa,  
Otmar Issing

#### Voorste rij

(van links naar rechts):

Gertrude Tumpel-Gugerell,  
Jean-Claude Trichet,  
Lucas D. Papademos



#### Jean-Claude Trichet

President van de ECB

#### Lucas D. Papademos

Vice-President van de ECB

#### Eugenio Domingo Solans (t/m 31 mei 2004)

Lid van de Directie van de ECB

#### José Manuel González-Páramo (vanaf 1 juni 2004)

Lid van de Directie van de ECB

#### Otmar Issing

Lid van de Directie van de ECB

#### Tommaso Padoa-Schioppa

Lid van de Directie van de ECB

#### Gertrude Tumpel-Gugerell

Lid van de Directie van de ECB





#### 1.4 DE ALGEMENE RAAD

De Algemene Raad bestaat uit de President en de Vice-President van de ECB en de centrale-bankpresidenten van alle lidstaten van de EU. De Algemene Raad voert de van het EMI overgenomen taken uit die nog door de ECB moeten worden vervuld zolang niet alle lidstaten op de euro zijn overgegaan. In 2004 is de

Algemene Raad vijf keer bijeen gekomen. Op 17 juni 2004 namen de presidenten van de centrale banken van de nieuwe lidstaten, die vanaf de datum van ondertekening van het Toetredingsverdrag de vergaderingen van de Algemene Raad als waarnemer hadden bijgewoond, voor het eerst als leden deel aan een vergadering van de Algemene Raad.



##### Achterste rij

(van links naar rechts):

Vahur Kraft, Lars Heikensten,  
Reinoldijus Šarkinas,  
Guy Quaden, Zdeněk Tůma,  
Nicholas C. Garganas,  
Nout Wellink

##### Middelste rij

(van links naar rechts):

Christian Noyer, Axel A. Weber,  
Vítor Constâncio, Ilmārs Rimšēvičs,  
Leszek Balcerowicz, Bodil Nyboe  
Andersen, Klaus Liebscher,  
Mitja Gaspari, Jaime Caruana,  
Antonio Fazio

##### Voorste rij

(van links naar rechts):

Erkki Liikanen, Zsigmond Járαι,  
Christodoulos Christodoulou,  
Michael C. Bonello,  
Lucas D. Papademos,  
Jean-Claude Trichet, Yves Mersch,  
Marián Jusko, John Hurley

**Jean-Claude Trichet** President van de ECB  
**Lucas D. Papademos** Vice-President van de ECB  
**Bodil Nyboe Andersen**  
President van Danmarks Nationalbank  
**Leszek Balcerowicz**  
President van Narodowy Bank Polski  
**Michael C. Bonello**  
President van de Central Bank of Malta  
**Jaime Caruana**  
President van de Banco de España  
**Christodoulos Christodoulou**  
President van de Central Bank of Cyprus  
**Vítor Constâncio**  
President van de Banco de Portugal  
**Antonio Fazio** President van de Banca d'Italia  
**Nicholas C. Garganas**  
President van de Bank of Greece  
**Mitja Gaspari** President van Banka Slovenije  
**Lars Heikensten**  
President van Sveriges Riksbank  
**John Hurley**  
President van de Central Bank and Financial Services  
Authority of Ireland  
**Zsigmond Járαι**  
President van Magyar Nemzeti Bank  
**Marián Jusko** (t/m 31 december 2004)  
President van Národná banka Slovenska  
**Mervyn King** President van de Bank of England  
**Vahur Kraft** President van Eesti Pank

##### Klaus Liebscher

President van de Oesterreichische Nationalbank  
**Erkki Liikanen** (vanaf 12 juli 2004)  
President van Suomen Pankki – Finlands Bank  
**Matti Louekoski** (van 1 april 2004 tot 1 juli 2004)  
Plaatsvervangend President van Suomen Pankki –  
Finlands Bank  
**Yves Mersch**  
President van de Banque centrale du Luxembourg  
**Christian Noyer** President van de Banque de France  
**Guy Quaden**  
Gouverneur van de Nationale Bank van België/  
Banque Nationale de Belgique  
**Ilmārs Rimšēvičs** President van Latvijas Banka  
**Reinoldijus Šarkinas**  
Voorzitter van de Directie van Lietuvos bankas  
**Ivan Šramko** (vanaf 1 januari 2005)  
President van Národná banka Slovenska  
**Jürgen Stark** (van 7 april tot 29 april 2004)  
Plaatsvervangend President van de Deutsche  
Bundesbank  
**Zdeněk Tůma** President van Česká národní banka  
**Matti Vanhala** (tot 31 maart 2004)  
President van Suomen Pankki – Finlands Bank  
**Axel A. Weber** (vanaf 30 april 2004)  
President van de Deutsche Bundesbank  
**Nout Wellink** President van De Nederlandsche Bank  
**Ernst Welteke** (tot 6 april 2004)  
President van de Deutsche Bundesbank

## 1.5 COMITÉS VAN HET EUROSISTEEM/ESCB EN HET BEGROTINGSCOMITÉ



De comités van het Eurosysteem/ESCB zijn een belangrijke rol blijven spelen in het ondersteunen van de besluitvormende organen van de ECB bij de vervulling van hun taken. Op verzoek van zowel de Raad van Bestuur als de Directie hebben de comités kennis op hun vakgebieden aangedragen en zo het besluitvormingsproces vergemakkelijkt. Het lidmaatschap van de comités is gewoonlijk voorbehouden aan personeelsleden van de centrale banken van het Eurosysteem. De nationale centrale banken van de lidstaten die nog niet op de euro zijn overgegaan nemen echter wel deel aan bijeenkomsten van comités als daar onderwerpen worden behandeld die onder de bevoegdheid van de Algemene Raad vallen. In voorkomende gevallen worden ook andere bevoegde instanties uitgenodigd, zoals nationale toezichhouders bij het Comité voor banktoezicht. Er zijn thans twaalf comités van het Eurosysteem/ESCB, alle opgericht krachtens artikel 9 van het Reglement van Orde van de ECB.

Het Begrotingscomité, dat is opgericht krachtens artikel 15 van het Reglement van Orde van de ECB, staat de Raad van Bestuur bij inzake aangelegenheden met betrekking tot de begroting van de ECB.

## 1.6 CORPORATE GOVERNANCE

Naast de besluitvormende organen zijn er ten behoeve van het beheer en de controle van de ECB een aantal externe en interne controlelagen, alsmede regels ten aanzien van de toegang van het publiek tot documenten van de ECB.

### EXTERNE CONTROLELAGEN

De Statuten van het ESCB voorzien in twee lagen, te weten de externe accountant<sup>2</sup>, die is

<sup>2</sup> Na een tenderprocedure in 2002 werd KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft als externe accountant van de ECB benoemd voor een periode van vijf jaar voor de financiële jaren 2003 t/m 2007.

aangesteld om de jaarrekening van de ECB te controleren (artikel 27.1 van de Statuten van het ESCB) en de Europese Rekenkamer, die de doelmatigheid van het operationele beheer van de ECB toetst (artikel 27.2). Het jaarverslag van de Europese Rekenkamer is, tezamen met de reactie daarop van de ECB, gepubliceerd in het *Publicatieblad van de Europese Unie* en op de website van de ECB.

In augustus 2002 heeft de Raad van Bestuur besloten dat, ten einde naar het publiek toe de best mogelijke garantie te geven met betrekking tot de onafhankelijkheid van de externe accountant van de ECB, de taak van de externe accountant onder verschillende accountantskantoren moet rouleren. Dit besluit werd genomen als onderdeel van de procedure voor de benoeming van de externe accountant van de ECB.

#### DE INTERNE CONTROLELAGEN

In 2004 hebben de interne accountants van de ECB wederom onder verantwoordelijkheid van de Directie interne-accountantscontroles uitgevoerd. Hun mandaat is vastgelegd in het Controlehandvest van de ECB.<sup>3</sup> Bij de interne-accountantscontroles wordt op *ad hoc* basis de toereikendheid en de effectiviteit van het binnen de ECB geldende systeem van interne controle alsmede de kwaliteit van de tenuitvoerlegging daarvan bij de vervulling van de toegewezen taken bezien en beoordeeld. De interne accountants houden zich daarbij aan de internationale normen inzake de beroepsuitoefening zoals die zijn vastgesteld door het Institute of Internal Auditors.

Als comité van het Eurosysteem/ESCB is het Comité van interne accountants, bestaande uit de hoofden van de interne-accountantscontrole bij de ECB en de nationale centrale banken, verantwoordelijk voor de coördinatie van de interne-accountantscontrole met betrekking tot gezamenlijke projecten en gezamenlijke operationele systemen op het niveau van het Eurosysteem/ESCB.

De interne controlestructuur van de ECB stoelt op een functionele benadering. Elke organisa-

tie-eenheid (sectie, afdeling, directoraat of directoraat-generaal) is verantwoordelijk voor haar eigen interne controle en efficiëntie. Wat dat betreft leggen de eenheden binnen hun verantwoordelijkheidsgebieden operationele controleprocedures ten uitvoer. Zo is er een samenstel aan regels en procedures – ook wel bekend als ‘Chinese walls’ – om te voorkomen dat gevoelige informatie wordt overgedragen van bijvoorbeeld eenheden die verantwoordelijk zijn voor het monetaire beleid naar eenheden die verantwoordelijkheid dragen voor het beheer van de externe reserves en het eigen vermogen van de ECB. Naast de door elke organisatie-eenheid uitgevoerde controles, brengen het Directoraat Planning en Controlling, de Afdeling Risicobeheer en het Directoraat Interne Audit adviezen uit omtrent controle-aangelegenheden die de organisatie als geheel betreffen.

De leden van de Raad van Bestuur zijn gebonden aan een Gedragscode waarmee zij invulling geven aan hun verantwoordelijkheid om de integriteit en de reputatie van het Eurosysteem te waarborgen en de doelmatigheid van de werkzaamheden ervan te handhaven.<sup>4</sup> Daarnaast heeft de Raad van Bestuur een adviseur aangesteld als raadgever voor de leden van de Raad inzake een aantal facetten van de beroepsethiek. Verder dienen de Gedragsregels van de Europese Centrale Bank als leidraad en toetssteen voor de medewerkers van de ECB en de leden van de Directie, van wie wordt verwacht dat zij hoge normen van beroepsethiek in acht nemen in hun taakvervulling bij de ECB.<sup>5</sup>

Krachtens de regels ter voorkoming van misbruik van voorkennis, is het medewerkers van de ECB en de leden van de Directie verboden bij het voor eigen rekening en risico of voor

3 Dit Handvest is op de website van de ECB gepubliceerd teneinde de transparantie van de bij de ECB geldende interne-controleregelingen te bevorderen.

4 Zie de Gedragscode voor de leden van de Raad van Bestuur, PB C 123, 24 mei 2002, blz. 9 en de website van de ECB.

5 Zie de Gedragscode van de Europese Centrale Bank overeenkomstig artikel 11, lid 3, van het Reglement van Orde van de Europese Centrale Bank, PB C 76, 8 maart 2001, blz. 12 en de website van de ECB.

rekening en risico van een derde uitvoeren van financiële transacties enig voordeel te trekken uit voorkennis.<sup>6</sup> Een door de Directie aangestelde Ethisch Adviseur waarborgt een consequente interpretatie van deze regels.

### MAATREGELEN TER VOORKOMING VAN FRAUDE

In 1999 hebben het Europees Parlement en de Raad van de EU een Verordening<sup>7</sup> betreffende door het Europees Bureau voor Fraudebestrijding verrichte onderzoeken (de “OLAF-Verordening”) vastgesteld om de strijd tegen fraude, corruptie en andere onwettige en voor de financiële belangen van de Gemeenschap schadelijke activiteiten op te voeren. In de Verordening wordt onder meer voorzien in intern onderzoek door OLAF bij verdenking van fraude binnen eenheden van de Gemeenschap.

De OLAF-Verordening voorziet dat elk van deze eenheden besluiten goedkeurt die ertoe strekken OLAF in staat te stellen onderzoek te doen binnen deze eenheden. In juni 2004 heeft de Raad van Bestuur een besluit<sup>8</sup> genomen betreffende de voorwaarden waaronder het Europees Bureau voor fraudebestrijding onderzoek mag verrichten bij de Europese Centrale Bank. Dit Besluit trad op 1 juli 2004 in werking. De ECB en OLAF hebben betrekkingen aangeknoopt met het oog op het waarborgen van de goede werking van dit kader voor OLAF-onderzoeken.

### PUBLIEKE TOEGANG TOT ECB-DOCUMENTEN

In maart 2004 heeft de Raad van Bestuur zijn goedkeuring gehecht aan Besluit ECB/2004/3 betreffende publieke toegang tot ECB-documenten.<sup>9</sup> Doel van het Besluit is er voor te zorgen dat het juridisch kader van de ECB overeenstemt met de doelstellingen en standaarden die door andere EU-instellingen en -organen worden toegepast met betrekking tot publieke toegang tot hun documenten. Het verhoogt de transparantie, terwijl tegelijkertijd rekening wordt gehouden met de onafhankelijkheid van de ECB en van de nationale centrale banken, en de vertrouwelijkheid van bepaalde zaken die specifiek zijn voor de uitvoering van de taken van de ECB wordt gewaarborgd.

<sup>6</sup> Zie Deel 1.2 van de ECB Personeelsverordeningen en -regelingen houdende regelingen inzake gedragsregels en beroepsgeheim, PB C 92, 16 april 2004, blz. 31 en de website van de ECB.

<sup>7</sup> Verordening (EG) Nr. 1073/1999 van het Europees Parlement en van de Raad van 25 mei 1999 betreffende onderzoeken door het Europees Bureau voor fraudebestrijding (OLAF), PB L 136, 31 mei 1999, blz.1.

<sup>8</sup> Besluit van de Europese Centrale Bank van 3 juni 2004 betreffende de voorwaarden voor en de wijze van uitvoering van onderzoeken binnen de Europese Centrale Bank, door het Europees Bureau voor fraudebestrijding, op het gebied van de bestrijding van fraude, corruptie en elke andere onwettige activiteit waardoor de financiële belangen van de Europese Gemeenschappen worden geschaad en tot wijziging van de arbeidsvoorwaarden voor het personeel van de Europese Centrale Bank (ECB/2004/11) (2004/525/EG), PB L 230, blz. 56. Dit Besluit werd goedgekeurd in reactie op een uitspraak van het Europese Hof van Justitie op 10 juli 2003 in Zaak C-11/00, Commissie v. Europese Centrale Bank, PB L 80, 18 maart 2004, blz. 42.

<sup>9</sup> PL L 80, 18 maart 2004, blz. 42.

## 2 ORGANISATORISCHE ONTWIKKELINGEN

### 2.1 HUMAN RESOURCES

#### PERSONEEL

Voor 2004 bedroeg het aantal begrootte formatieplaatsen 1.362,5 fte's. Per ultimo 2004 bedroeg het aantal medewerkers van de ECB met een vaste aanstelling of tijdelijk arbeidscontract van tenminste 12 maanden 1.314, hetgeen overeenkomt met 1.309,0 fte's, tegen 1.213,5 fte's per ultimo 2003. Het gemiddelde aantal medewerkers van de ECB bedroeg in 2004 1.261, tegen 1.160 in 2003. Van het totaal aantal van 1.309 medewerkers waren er 71 afkomstig uit de tien nieuwe lidstaten en aange-steld op basis van arbeidscontracten met een looptijd van meer dan een jaar. In 2004 traden 137 nieuwe medewerkers in dienst en verlieten 41 medewerkers de dienst. Het aantal fte's voor 2005 is vastgesteld op 1.369,5, hetgeen een toename van 0,51% betekent ten opzichte van 2004.

In 2004 zijn 128 deskundigen van de nationale centrale banken voor korte perioden van gemiddeld ongeveer vijf maanden bij de ECB gedetacheerd geweest. Van deze deskundigen kwamen er 63 uit de nieuwe lidstaten. Deze korte detacheringen zijn bijzonder nuttig gebleken, zowel voor de ECB als voor de centrale banken van de nieuwe lidstaten, bij de voorbereidingen voor de uitbreiding van de EU en bij het ondersteunen van de integratie van deze centrale banken in het ESCB.

In 2004 heeft de ECB 123 kortlopende contracten met een looptijd van minder dan een jaar, tegen 113 in 2003, aangeboden ter vervanging van medewerkers met zwangerschapsverlof, ouderschapsverlof en onbetaald verlof.

Bij de ECB werkten gedurende het jaar 172 stagiaires, meest economiestudenten, voor een gemiddelde duur van ongeveer drie maanden. In 2003 waren 166 stages aangeboden. In 2004 waren 54 van de stagiaires burgers van een van de nieuwe lidstaten, en verder waren er zes afkomstig uit Roemenië of Bulgarije. Van de 172 stageplaatsen werden er 11 (12 in 2003) aangeboden in het kader van het *Graduate*

*Research Programme* (programma voor post-doctoraal onderzoek), dat is bestemd voor zeer talentvolle jonge onderzoekers die vergevorderd zijn met hun promotieonderzoek.

In 2004 hebben aan het gastonderzoekersprogramma, dat is gericht op specifieke onderzoeksprojecten van hoog niveau op het terrein van het monetaire beleid, 18 onderzoekers deelgenomen, tegen 24 in 2003.

#### INTERNE MOBILITEIT

In 2004 zijn 95 medewerkers permanent van functie veranderd na met succes te hebben gesolliciteerd op interne vacatures. Daarnaast heeft de ECB tijdelijke interne mobiliteit aangemoedigd. In dit verband hebben 51 medewerkers voor een beperkte periode een andere functie aanvaard om werkervaring op te doen of om een urgent maar tijdelijk probleem op te lossen om daarna weer naar hun eerdere functie terug te keren.

#### EXTERNE MOBILITEIT

In het kader van het Externe-werkervaringsproject, dat in 2003 is opgezet ter ondersteuning van personeelsontwikkeling, kunnen medewerkers worden gedetacheerd bij nationale centrale banken en internationale en Europese instellingen. In 2004 hebben zeven medewerkers hieraan deelgenomen voor een periode van vier tot tien maanden. Daarnaast honoreert de ECB voor medewerkers die willen gaan werken bij andere, gelieerde financiële organisaties, aanvragen voor onbetaald verlof voor een periode van maximaal drie jaar. In 2004 hebben 12 medewerkers van deze mogelijkheid gebruik gemaakt. De door de Raad van Bestuur goedgekeurde en in januari 2005 gepubliceerde organisatorische beginselen van het Eurosysteem bepalen dat "uitwisseling van personeel, kennis en ervaring door en tussen alle leden van het Eurosysteem wordt bevorderd".

#### DE ECB IN BEWEGING

In oktober 2003 heeft de Directie een program-mabureau opgezet dat toezicht moet houden op de uitvoering van de maatregelen die zijn goedgekeurd in het kader van het "De ECB in bewe-



ging"-initiatief. Dit initiatief is er op gericht de effectiviteit en doelmatigheid van de organisatie te verbeteren en omvat management, loopbaanontwikkeling, interne communicatie en terugdringing van bureaucratie. In 2004 is significante vooruitgang geboekt op alle vier de actierreinen en heeft het programmabureau zijn eindrapport ingediend. Gezien het feit dat sommige maatregelen pas op de middellange termijn merkbaar zullen worden, zal de voortgang worden blijven gevolgd.

#### **HERZIENING VAN DE HUMAN RESOURCES-STRATEGIE**

Sinds 1998 hebben de prioriteiten van de ECB bestaan uit de vastlegging van haar functies, de formulering en de tenuitvoerlegging van het gemeenschappelijke monetaire beleid en de invoering van de euro. Hierdoor was het onvermijdelijk dat de nadruk bij het human resources-beleid lag op de technische expertise voor specifieke functies. In het licht hiervan is een diepgaande herziening van de human resources-strategie verricht, waarvan de conclusies in 2004 werden gepresenteerd.

De belangrijkste conclusie was dat het wervingsbeleid bredere bekwaamheden zou moeten benadrukken. Bovendien zouden maatregelen gericht op personeelontwikkeling en mobiliteit moeten worden versterkt, teneinde de synergieën te vergroten en de deskundigheid binnen de ECB te verbreden. Het human resources-beheer is flexibeler gemaakt door de externe werving te richten op carrièrestarters met een algemenere achtergrond en het introduceren van arbeidscontracten voor bepaalde tijd voor alle nieuwe medewerkers en nieuwe managementbenoemingen. Deze maatregelen zullen worden gecompleteerd door een in 2005 op te zetten doctoraalprogramma voor pas-afgestudeerden met een brede opleidingsachtergrond. Er is een nieuwe, *junior*-managementlaag gecreëerd teneinde een redelijke *span of control* te bewerkstelligen na een periode van snelle groei van het

aantal medewerkers. Door middel van intensivering van training en coaching voor managers zullen leiderschapsvaardigheden worden ontwikkeld. Op basis van de missie van de ECB zijn zes algemene waarden vastgesteld, en zijn er toelichtingen opgesteld waarin de betekenis van deze waarden voor de ECB worden uitgelegd. Deze waarden zijn: deskundigheid, effectiviteit en doelmatigheid, integriteit, teamgeest, transparantie en verantwoordingsplicht, en werken voor Europa. Deze waarden zullen een integrale rol spelen in het human resources-beleid. Ten slotte worden een ECB-breed vakbekwaamheidsmodel en deskundigheidsprofielen ontwikkeld.

#### **DIVERSITEITSMANAGEMENT**

Diversiteitsmanagement tracht gebruik te maken van de verschillen tussen medewerkers teneinde een productieve en respectvolle werkomgeving te creëren waarin talenten ten volle worden benut en organisatorische doelstellingen worden verwezenlijkt. Voor de ECB is diversiteitsmanagement van groot belang, aangezien haar medewerkers afkomstig zijn uit alle lidstaten van de EU, zij nauw samenwerkt met de 25 nationale centrale banken van de EU, en zij de Europese burger dient. De ECB integreert diversiteitsmanagement derhalve in haar dagelijkse activiteiten, zodat de individuele bekwaamheden van medewerkers worden erkend en bijdragen aan het hoge prestatieniveau dat nodig is voor de ECB om haar taken te vervullen.

#### **2.2 HET NIEUWE KANTOORGEBOUW VAN DE ECB**

In 2004 is beslissende vooruitgang geboekt met de planning voor het nieuwe kantoorgebouw van de ECB. In februari maakte een internationale jury, onder voorzitterschap van de Vice-President van de ECB, de drie winnende ontwerpvoorstellen in de bouwkundige ontwerpwedstrijd bekend. De eerste prijs werd toegekend aan COOP HIMMELB(L)AU uit

Wenen, de tweede prijs aan ASP Schweger Assoziierte uit Berlijn en de derde prijs aan 54f architecten + ingenieure uit Darmstadt in samenwerking met T. R. Hamzah & Yeang uit Selangor in Maleisië. Van de 12 kandidaten die in 2003 op de shortlist waren geplaatst, voldeden deze architecten het best aan de voor deze wedstrijd vastgestelde criteria, te weten:

- de algehele stadsontwikkeling, architectuur en landschapsaspecten;
- het voldoen aan de belangrijkste kenmerken van de functionele en ruimtelijke specificaties;
- een haalbaar energie-/milieuconcept en het voldoen aan de belangrijkste kenmerken van de door de ECB gestelde technische vereisten;
- het voldoen aan de betreffende regelgeving, met name die op het gebied van bouw- en milieuwetgeving.

Het nieuwe kantoorgebouw van de ECB zal worden gebouwd op het terrein van de Grossmarkthalle, een pand dat op de monumentenlijst staat en waar voorheen de groente- en fruitveiling van Frankfurt was gevestigd. Een van de grootste uitdagingen voor de architecten was dit grote, bakstenen gebouw te verwerken in een modern kantorencomplex zonder de essentiële verschijningsvorm ervan te veranderen.

De aankondiging van de prijswinnaars werd gevolgd door een tentoonstelling in het Deutsches Architektur Museum te Frankfurt am Main waarin de ontwerpvoorstellen van alle 71 architecten die aan de ontwerpwedstrijd hadden deelgenomen, aan het publiek werden getoond.

In maart 2004 besloot de Raad van Bestuur de drie prijswinnende architecten uit te nodigen deel te nemen aan een revisiefase, met als doel de ontwerpvoorstellen te reviseren in het licht van de door de jury, de ECB en de Stad Frankfurt naar voren gebrachte aanbevelingen en vereisten.

Nadat de groente- en fruitveiling was verhuisd naar haar nieuwe hoofdkwartier, zijn de

gemeentelijke autoriteiten begonnen het terrein rond de Grossmarkthalle, dat de ECB in 2002 van de Stad Frankfurt had gekocht, vrij te maken en klaar te maken voor overdracht aan de ECB. De overdracht vond plaats in december 2004. Overeenkomstig de monumentenbeschermingsregels, is men met de grootst mogelijke voorzichtigheid te werk gegaan teneinde te waarborgen dat het centrale gebouw en de oosten westvleugel onaangetaast zouden blijven. De delen van het terrein die geschikt zouden zijn voor een gedenkteken en voorlichtingsruimte ter nagedachtenis van de deportatie van de Joodse burgers vanuit de Grossmarkthalle, werden eveneens behouden. De ECB, de Joodse gemeenschap in Frankfurt en de Stad Frankfurt besloten tot nauwe samenwerking bij het organiseren van een ontwerpwedstrijd voor een gedenkteken. De start van de ontwerpwedstrijd staat gepland voor de tweede helft van 2005.

Na een zorgvuldige evaluatie, is de Raad van Bestuur op 13 januari 2005 tot een definitief besluit gekomen over het ontwerp van de toekomstige huisvesting van de ECB. Na diepgaande discussies en een zorgvuldige, op de selectiecriteria gebaseerde evaluatie van de sterke en zwakke punten van alle drie prijswinnende ontwerpen, kwam de Raad van Bestuur tot de slotsom dat het herziene ontwerp van COOP HIMMELB(L)AU het best voldeed aan de functionele en technische vereisten zoals die waren gespecificeerd door de ECB, en kenmerken had die de waarden van de ECB weerspiegelden en in architectonische vorm weergaven. Dit besluit bevestigde het oordeel van de internationale jury, die de eerste prijs aan dit project had toegekend. De volgende stap is een “optimaliseringsfase” waarin het ontwerp nog eens zal worden herzien, en wel met name om het optimale gebruik van middelen te garanderen en de kosten zo laag mogelijk te houden. Nadere gegevens over de wedstrijd en het winnende ontwerp zijn beschikbaar op de website van de ECB.

### 3 SOCIALE DIALOOG BINNEN HET ESCB

De Sociale Dialoog ESCB is een overlegorgaan waarin de ECB en vertegenwoordigers van het personeel van alle centrale banken van het ESCB en Europese vakverenigingen samenkomen. Doel van dit Sociaal overleg is werknemers te informeren en van gedachten te wisselen over besluiten van de besluitvormende organen van de ECB, voorzover die besluiten van aanzienlijke invloed zijn op de werkgelegenheidssituatie bij de centrale banken van het ESCB.

Tijdens het negende overleg van de Sociale Dialoog ESCB werden vertegenwoordigers van het personeel van de centrale banken van zeven van de nieuwe EU-lidstaten verwelkomd. De deelnemers bevestigden hun streven naar integratie in het ESCB in het algemeen, en in de Sociale Dialoog ESCB in het bijzonder. De ECB moedigde de nationale centrale banken van alle nieuwe lidstaten aan deelname van personeelsvertegenwoordigers aan de Sociale Dialoog ESCB te faciliteren.

De belangrijkste agendapunten voor zowel de negende als de tiende bijeenkomst van de Sociale Dialoog ESCB waren TARGET2, de productie van bankbiljetten en de follow-up van het *Financial Services Action Plan* (Actieplan voor Financiële Diensten) van de Europese Commissie. Tevens werd gesproken over meer algemene onderwerpen, zoals de manieren waarop een gezamenlijke identiteit kan worden ontwikkeld en samenwerking op basis van gemeenschappelijke beginselen kan worden bevorderd. De ECB benadrukte dat het ESCB geïmmiteerd is aan het leveren van een hoog niveau van dienstverlening tegen zo laag mogelijke kosten, hetgeen doelmatigheid en effectiviteit vereist. De deelnemers werden medegedeeld dat de Raad van Bestuur zijn goedkeuring had gehecht aan de missie, de strategische oogmerken en de organisatorische beginselen van het Eurosysteem. De personeelsvertegenwoordigers benadrukten dat het van belang was hen te betrekken bij het verder inhoud geven aan bovengenoemde zaken, en de culturele verschillen tussen centrale banken te respecteren. Ten slotte werd tijdens de tiende bijeenkomst

van de Sociale Dialoog ESCB de waarde van dit unieke overlegorgaan door de ECB en de personeelsvertegenwoordigers nog eens bevestigd.





## 4 JAARREKENING VAN DE ECB

# MANAGEMENTVERSLAG VOOR HET JAAR 2004

## 1 BELANGRIJKSTE WERKZAAMHEDEN

De werkzaamheden van de Bank in 2004 worden gedetailleerd beschreven in de desbetreffende hoofdstukken van het Jaarverslag.

## 2 FINANCIËLE REKENINGEN

Krachtens Artikel 26.2 van de Statuten van het ESCB, wordt de Jaarrekening opgesteld door de Directie in overeenstemming met de door de Raad van Bestuur vastgelegde grondslagen. De Jaarrekening wordt daarna door de Raad van Bestuur vastgesteld en vervolgens gepubliceerd.

## 3 FINANCIËLE RESULTATEN

De Jaarrekening van de ECB voor het jaar dat eindigt op 31 december 2004, zoals gepresenteerd op bladzijde 198 tot 215, laat een netto verlies zien van €1.636 miljoen, na een netto verlies van €477 miljoen in 2003. Zoals ook vorig jaar het geval was, is dit verlies voornamelijk het gevolg van de aanhoudende versterking van de externe waarde van de euro, die resulteerde in afwaarderingen van de eurowaarde van de door de ECB aangehouden in Amerikaanse dollar luidende activa. Het netto verlies wordt gerapporteerd nadat rekening is gehouden met alle door de ECB verdiende inkomsten, met inbegrip van €733 miljoen aan inkomsten op haar bankbiljetten in omloop. De inkomsten van de ECB bleven in 2004 worden beïnvloed door de historisch lage niveaus van binnenlandse en buitenlandse rentes.

Aangezien de meeste van de activa en passiva van de ECB periodiek worden geherwaardeerd tegen de dan geldende marktwisselkoersen en effectenprijzen, is de winstgevendheid van de ECB sterk afhankelijk van wisselkoersbewegingen en, in mindere mate, van renterisico's. Deze risico's vloeien voornamelijk voort uit de grote officiële aanhoudingen van deviezenreserves van het Eurosysteem, die zijn belegd in rentedragende instrumenten.

De geharmoniseerde grondslagen voor de opstelling van de Jaarrekening die gelden voor de ECB en het Eurosysteem en die worden beschreven in de toelichting op de Jaarrekening, zijn zo ontwikkeld dat met deze aanzienlijke risico's rekening wordt gehouden en zijn voornamelijk gebaseerd op het voorzichtigheidsbeginsel. Met name zijn zij erop gericht ervoor zorg te dragen dat ongerealiseerde winsten uit de herwaardering van activa en passiva niet als inkomsten worden beschouwd en derhalve niet als winst uitkeerbaar zijn. Omgekeerd is het zo dat ongerealiseerde verliezen die voortkomen uit herwaarderingen aan het eind van het jaar in de winst- en verliesrekening als last worden opgenomen.

Het overgrote deel van de deviezenreserves van de ECB wordt aangehouden in Amerikaanse dollars, maar zij omvatten tevens aanhoudingen in Japanse yen, in goud en in speciale trekingsrechten (*special drawing rights* of SDR's). De euro apprecieerde tegenover de Amerikaanse dollar, van USD 1,2630 op 31 december 2003 tot USD 1,3621 op 31 december 2004 (d.w.z. met ongeveer 8%) en in mindere mate tegenover de Japanse yen. Dientengevolge heeft de herwaardering van de netto aanhoudingen van deze valuta's geresulteerd in een daling van €2,1 miljard in hun eurowaarde.

Eind 2004 waren bij de ECB 1.309 personeelsleden werkzaam (met inbegrip van 131 in bestuursfuncties), vergeleken met 1.213 één jaar daarvoor. De stijging in 2004 vloeide voornamelijk voort uit de uitbreiding van de EU. Voor nadere details wordt verwezen naar Hoofdstuk 8 van het Jaarverslag, Paragraaf 2 "Organisatorische ontwikkelingen" en naar de bij de Jaarrekening behorende "Toelichting op de winst- en verliesrekening".

De totale beheerkosten van de ECB, met inbegrip van depreciatie, stegen met 18%, van €316 miljoen in 2003 tot €374 miljoen in 2004. De voornaamste factor achter deze toename was de stijging van de verplichtingen in het kader van het pensioenfonds van de ECB, zoals door de Actuaris berekend, die in aanzienlijke mate bij-

droegen aan de stijging van de personeelskosten van €130 miljoen tot €161 miljoen. In 2004 bedroegen de emolumenten van de Directie van de ECB in totaal €2,1 miljoen (2003: €2,0 miljoen).

Rond €90 miljoen werd belegd in vaste activa. De voornaamste post (rond €61 miljoen) betrof de kapitalisatie van de kosten van het terrein voor het nieuwe hoofdkantoor van de ECB, na de laatste betaling.

#### ***Financiering van het door de ECB over 2004 gerapporteerde verlies***

Op 11 maart 2005, heeft de Raad van Bestuur besloten het tekort over 2004 te dekken door (a) gebruik te maken van het gehele resterende algemeen reservefonds van rond €296 miljoen, en door (b) gebruik te maken van de monetaire inkomsten van de nationale centrale banken van rond €1.340 miljoen, in overeenstemming met de bepalingen van Artikel 33.2 van de Statuten van het ESCB. Het bedrag aan monetaire inkomsten van de nationale centrale banken kwam overeen met zo'n 15% van de totale monetaire inkomsten van het Eurosysteem. De wijze waarop het verlies diende te worden toegewezen werd in principe goedgekeurd door de Raad van Bestuur vóórdat de nationale centrale banken hun Jaarrekening over 2004 hadden afgesloten, met als resultaat dat ook hun winsten voor dat jaar werden beïnvloed. Elke nationale centrale bank heeft een deel van haar monetaire inkomsten bijgedragen overeenkomstig haar weging in de kapitaalverdeelsleutel van de ECB.

#### **4 VERANDERINGEN IN DE KAPITAALSTRUCTUUR VAN DE ECB IN 2004**

Krachtens Artikel 29.3 van de Statuten van het ESCB, moet de verdeelsleutel voor de inschrijvingen van de nationale centrale banken op het kapitaal van de ECB om de vijf jaar worden aangepast. De eerste aanpassing na de oprichting van de ECB heeft op 1 januari 2004 plaatsgevonden. Op 1 mei 2004 volgde een tweede aanpassing van de kapitaalverdeelsleutel van de

ECB ten gevolge van de toetreding van tien nieuwe lidstaten. Alles samen genomen hadden deze twee aanpassingen de volgende consequenties:

- (a) een vermindering van de algehele weging van de nationale centrale banken van het eurogebied in de kapitaalverdeelsleutel van de ECB;
- (b) een daarmee gepaard gaande vermindering van de vorderingen van de nationale centrale banken van het eurogebied op de ECB, die voortvloeiden uit de overdracht van externe reserves aan de ECB bij toetreding tot het eurogebied; en
- (c) een stijging van de volgestorte kapitaalbijdragen van de nationale centrale banken buiten het eurogebied volgend op de toetreding van tien nieuwe lidstaten, die tevens een stijging weerspiegelt van 5% tot 7% van het minimale percentage van het door de 13 nationale centrale banken buiten het eurogebied geplaatste kapitaal.

Details betreffende deze veranderingen worden gegeven onder punt 15 in de "Toelichting op de balans".

#### **5 BELEGGINGSACTIVITEITEN EN RISICOBEHEER**

De externe reserves van de ECB bestaan uit de externe reserves die door de nationale centrale banken van het Eurosysteem zijn overgedragen aan de ECB in overeenstemming met de bepalingen van Artikel 30 van de Statuten van het ESCB en uit de daarop genoten inkomsten. Het doel ervan is financiering van de transacties van de ECB op de valutamarkt voor de in het Verdrag uiteengezette doelstellingen.

De eigen-middelenportefeuille van de ECB weerspiegelt de belegging van haar volgestorte kapitaal, het algemeen reservefonds en de in het verleden op de portefeuille opgebouwde inkomsten. Het doel ervan is de ECB te voor-

zien van een reserve ter dekking van eventuele verliezen.

De beleggingsactiviteiten van de ECB en haar beheer van de daaraan verbonden risico's worden gedetailleerder beschreven in Hoofdstuk 2 van het Jaarverslag.

## **6 CORPORATE GOVERNANCE VAN DE ECB**

Informatie betreffende de corporate governance van de ECB wordt verschaft in Hoofdstuk 8 van het Jaarverslag.

## **7 PERSONEELSLEDEN**

De human resources-strategie van de ECB, samen met nadere informatie inzake aantallen bij de ECB werkzame personeelsleden, wordt beschreven in Hoofdstuk 8 van het Jaarverslag.



## BALANS PER 31 DECEMBER 2004

ACTIVA	ZIE TOELICHTING ONDER	2004 €	2003 €
<b>Goud en goudvorderingen</b>	<b>1</b>	<b>7.928.308.842</b>	<b>8.145.320.117</b>
<b>Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta</b>	<b>2</b>		
Vorderingen op het IMF		163.794.845	211.651.948
Tegoeden bij banken en beleggingen in waardepapieren, externe leningen en overige externe activa		26.938.993.980	28.593.384.857
		<b>27.102.788.825</b>	<b>28.805.036.805</b>
<b>Vorderingen op ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta</b>	<b>2</b>	<b>2.552.016.565</b>	<b>2.799.472.504</b>
<b>Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro</b>	<b>3</b>		
Tegoeden bij banken, beleggingen in waardepapieren en leningen		<b>87.660.507</b>	<b>474.743.402</b>
<b>Overige vorderingen op kredietinstellingen in het eurogebied, luidende in euro</b>	<b>4</b>	<b>25.000</b>	<b>25.000</b>
<b>Vorderingen binnen het Eurosysteem</b>	<b>5</b>		
Vorderingen uit hoofde van de toedelingen van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem		40.100.852.165	34.899.471.205
Overige vorderingen binnen het Eurosysteem (netto)		3.410.918.324	4.599.894.403
		<b>43.511.770.489</b>	<b>39.499.365.608</b>
<b>Overige activa</b>	<b>6</b>		
Materiële vaste activa		187.318.304	128.911.950
Overige financiële activa		6.428.319.567	5.573.756.258
Overlopende activa en vooruitbetaalde kosten		770.894.480	590.646.023
Diversen		6.933.022	37.791.421
		<b>7.393.465.373</b>	<b>6.331.105.652</b>
<b>Verlies over het boekjaar</b>		<b>1.636.028.702</b>	<b>476.688.785</b>
<b>Totaal activa</b>		<b>90.212.064.303</b>	<b>86.531.757.873</b>

PASSIVA	ZIE TOELICHTING ONDER	2004 €	2003 €
<b>Bankbiljetten in omloop</b>	<b>7</b>	<b>40.100.852.165</b>	<b>34.899.471.205</b>
<b>Verplichtingen aan overige ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro</b>	<b>8</b>	<b>1.050.000.000</b>	<b>1.065.000.000</b>
<b>Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro</b>	<b>9</b>	<b>137.462.706</b>	<b>146.867.501</b>
<b>Verplichtingen aan ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta</b>	<b>10</b>	<b>4.967.080</b>	<b>0</b>
<b>Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta</b>	<b>10</b>		
Deposito's, tegoeden en overige verplichtingen		<b>1.254.905.957</b>	<b>1.452.432.822</b>
<b>Verplichtingen binnen het Eurosysteem</b>	<b>11</b>		
Verplichtingen uit hoofde van de overdracht van externe reserves		<b>39.782.265.622</b>	<b>40.497.150.000</b>
<b>Overige passiva</b>	<b>12</b>		
Overlopende passiva en vooraf geïnde inkomsten		1.136.708.542	1.162.299.071
Diversen		327.802.782	174.890.973
		<b>1.464.511.324</b>	<b>1.337.190.044</b>
<b>Voorzieningen</b>	<b>13</b>	<b>110.636.285</b>	<b>87.195.777</b>
<b>Herwaarderingsrekeningen</b>	<b>14</b>	<b>1.921.117.190</b>	<b>2.176.464.065</b>
<b>Kapitaal en reserves</b>	<b>15</b>		
Kapitaal		4.089.277.550	4.097.229.250
Reserves		296.068.424	772.757.209
		<b>4.385.345.974</b>	<b>4.869.986.459</b>
<b>Totaal passiva</b>		<b>90.212.064.303</b>	<b>86.531.757.873</b>



## WINST- EN VERLIESREKENING OVER HET JAAR 2004

	ZIE TOELICHTING ONDER	2004 €	2003 €
Rentebaten uit externe reserves		422.418.698	541.294.375
Rentebaten uit de toedeling van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem		733.134.472	698.245.187
Overige rentebaten		1.456.650.188	1.449.963.923
<i>Rentebaten</i>		<i>2.612.203.358</i>	<i>2.689.503.485</i>
Remuneratie van vorderingen van nationale centrale banken in verband met de overgedragen externe reserves		(693.060.433)	(807.683.148)
Overige rentelasten		(1.229.369.015)	(1.166.693.660)
<i>Rentelasten</i>		<i>(1.922.429.448)</i>	<i>(1.974.376.808)</i>
<b>Netto rentebaten</b>	<b>18</b>	<b>689.773.910</b>	<b>715.126.677</b>
Gerealiseerde winsten/verliezen uit financiële transacties	<b>19</b>	136.045.810	525.260.622
Afwaarderingen van financiële activa en posities	<b>20</b>	(2.093.285.109)	(3.972.689.560)
Overdracht naar/uit voorzieningen voor wisselkoers- en prijrisico's		0	2.568.708.838
<b>Netto baten uit financiële transacties, afwaarderingen en voorzieningen voor risico's</b>		<b>(1.957.239.299)</b>	<b>(878.720.100)</b>
<b>Netto lasten uit provisies en commissies</b>	<b>21</b>	<b>(261.517)</b>	<b>(63.466)</b>
<b>Overige baten</b>	<b>22</b>	<b>5.956.577</b>	<b>2.911.280</b>
<b>Totaal netto baten</b>		<b>(1.261.770.329)</b>	<b>(160.745.609)</b>
Personeelskosten	<b>23 &amp; 24</b>	(161.192.939)	(129.886.988)
Beheerkosten	<b>25</b>	(176.287.651)	(153.549.282)
Afschrijving van materiële vaste activa		(33.655.824)	(30.410.140)
Productiekosten bankbiljetten	<b>26</b>	(3.121.959)	(2.096.766)
<b>Verlies over het boekjaar</b>		<b>(1.636.028.702)</b>	<b>(476.688.785)</b>

Frankfurt am Main, 4 maart 2005

EUROPESE CENTRALE BANK

Jean-Claude Trichet  
President

# GRONDSLAGEN VOOR DE OPSTELLING VAN DE JAARREKENING<sup>1</sup>

## VORM EN PRESENTATIE VAN DE JAARREKENING

De jaarrekening van de Europese Centrale Bank (ECB) is zodanig opgesteld dat een getrouw beeld wordt gegeven van de grootte en samenstelling van het vermogen van de ECB en van de resultaten van haar bedrijf. De jaarrekening is opgesteld conform de onderstaand uiteengezette grondslagen voor waardering en resultaatbepaling, die door de Raad van Bestuur van de ECB passend worden geacht voor een centrale bank.<sup>2</sup>

## GRONDSLAG VOOR WAARDERING EN RESULTAATBEPALING

De toegepaste grondslagen voor waardering en resultaatbepaling zijn: de beginselen van economische realiteit en transparantie, het voorzichtigheidsbeginsel, de verwerking van gebeurtenissen na de balansdatum, het materialiteitsbeginsel, de periodoerekeningsgrondslag, het continuïteitsbeginsel en de beginselen van consistentie en vergelijkbaarheid.

## WAARDERINGSGRONDSLAGEN

De activa en passiva worden opgenomen tegen historische kostprijs, waarbij de waardering van verhandelbare waardepapieren, goud en alle andere in de balans opgenomen activa en passiva luidende in vreemde valuta plaatsvindt tegen marktwaarde. Transacties in financiële activa en passiva worden in de jaarrekening verantwoord op basis van het moment waarop zij worden afgewikkeld.

## GOUD EN IN VREEMDE VALUTA LUIDENDE ACTIVA EN PASSIVA

In vreemde valuta luidende activa en passiva worden in euro omgerekend tegen de op de balansdatum geldende marktkoers. Baten en lasten worden omgerekend tegen de op de datum van de transactie geldende marktkoers. De herwaardering van in vreemde valuta luidende activa en passiva, met inbegrip van zowel in de balans opgenomen als niet in de balans opgenomen instrumenten, vindt plaats per valutasoort.

Prijsherwaardering van in vreemde valuta luidende activa en passiva geschiedt onafhankelijk van de valutakoersherwaardering.

Goud wordt gewaardeerd tegen de per de jaartalultimo geldende marktprijs. Er wordt voor goud geen onderscheid gemaakt tussen prijs- en valutaherwaarderingsverschillen. In plaats daarvan wordt voor goud één waardering bepaald op basis van de prijs in euro per *fine ounce*, die wordt afgeleid van de koers van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar per 31 december 2004.

## WAARDEPAPIEREN

Alle verhandelbare waardepapieren en vergelijkbare activa worden gewaardeerd tegen de gemiddelde marktprijs per de balansdatum per waardepapier. Voor het jaar 2004 zijn daartoe de gemiddelde marktprijzen per 30 december 2004 gebruikt. Niet-verhandelbare waardepapieren worden gewaardeerd tegen kostprijs.

## RESULTAATBEPALING

Baten en lasten worden toegerekend aan de periode waarop zij betrekking hebben. Gerealiseerde winsten en verliezen uit de verkoop van deviezen, goud en waardepapieren worden in de winst- en verliesrekening opgenomen. Dergelijke gerealiseerde winsten en verliezen worden berekend aan de hand van de gemiddelde prijs van het desbetreffende activum.

Ongerealiseerde winsten worden niet als baten verantwoord, maar worden rechtstreeks in een herwaarderingsrekening opgenomen.

Ongerealiseerde verliezen worden ten laste van het resultaat gebracht voorzover zij ongerealiseerde herwaarderingswinsten, zoals opgenomen in de desbetreffende herwaarderingsrekening, te boven gaan. Ongerealiseerde verliezen op waardepapieren, valuta's of aangehouden goud worden niet gesaldeerd met ongerealiseerde winsten uit andere waardepapieren, valuta's of goud. Bij een ongerealiseerd verlies op

1 De gedetailleerde grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening van de ECB zijn vastgelegd in een Besluit van de Raad van Bestuur van de ECB van 5 december 2002 (ECB/2002/11), Pb L 58, 3 maart 2003, blz. 38-59.

2 Deze grondslagen volgen de bepalingen van Artikel 26.4 van de Statuten van het ESCB, die geharmoniseerde regels voor de financiële administratie en verslaggeving van de werkzaamheden van het Eurosysteem vereisen.

een post per de jaarultimo wordt de gemiddelde aanschaffingsprijs van de desbetreffende post verminderd tot de valutakoers en/of de marktprijs per de jaarultimo.

Agio's of disagio's bij aangekochte waardepapieren worden weergegeven als een deel van de rentebaten en worden afgeschreven over de resterende looptijd van de activa.

#### **TRANSACTIES MET WEDERINKOOPVERPLICHTING**

Bij een repo-overeenkomst worden waardepapieren verkocht tegen contanten met een gelijktijdige overeenkomst deze op een vastgestelde toekomstige datum tegen een overeengekomen prijs terug te kopen. Deze overeenkomsten tot terugkoop worden weergegeven aan de passiefzijde van de balans en leiden tevens tot een rentelast op de winst- en verliesrekening. Krachtens een dergelijke overeenkomst verkochte waardepapieren blijven in de balans van de ECB opgenomen.

Bij een repo-overeenkomst met wederinkoopverplichting worden waardepapieren gekocht tegen contanten met een gelijktijdige overeenkomst deze op een vastgestelde toekomstige datum tegen een overeengekomen prijs aan de tegenpartij terug te verkopen. Deze overeenkomsten tot verkoop worden weergegeven aan de actiefzijde van de balans, maar worden niet opgenomen bij de door de ECB aangehouden waardepapieren en leiden tot rentebaten op de winst- en verliesrekening.

Transacties met wederinkoopverplichting (waaronder effectenleningstransacties), die worden uitgevoerd krachtens een geautomatiseerd programma voor effectenleningstransacties worden alleen op de balans geboekt indien gedurende de volledige looptijd van de transactie liquide onderpand is verschaft aan de ECB. In 2004 heeft de ECB geen onderpand in de vorm van contanten over de looptijd van dergelijke transacties ontvangen.

#### **NIET IN DE BALANS OPGENOMEN INSTRUMENTEN**

Deviezeninstrumenten, te weten deviezen- en termijntransacties, termijnonderdelen van devie-

zenswaps en andere deviezeninstrumenten, die een omwisseling van een bepaalde valuta tegen een andere valuta op een toekomstige datum inhouden, worden opgenomen in de netto-deviezenposities voor het berekenen van koerswinsten en -verliezen. Rente-instrumenten worden per instrument geherwaardeerd. Uitstaande rentefuturesposities worden op rekeningen buiten de balans geboekt. Dagelijkse wijzigingen in de variatiemarge worden in de winst- en verliesrekening opgenomen.

#### **GEBEURTENISSEN NA DE BALANSDATUM**

Activa en passiva worden aangepast rekening houdend met gebeurtenissen die zich voordoen tussen de balansdatum en de datum waarop de Raad van Bestuur van de ECB de jaarrekening vaststelt, indien dergelijke gebeurtenissen van materiële invloed zijn op de waarde van de activa en passiva per de balansdatum.

#### **POSITIES BINNEN HET ESCB EN BINNEN HET EUROSISTEEM**

Transacties binnen het ESCB zijn grensoverschrijdende transacties tussen twee centrale banken van de EU. Deze transacties worden hoofdzakelijk verwerkt via TARGET – het “Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer”-systeem (zie Hoofdstuk 2) – en leiden tot bilaterale saldi op rekeningen tussen die centrale banken in de EU die zijn aangesloten op TARGET. Deze bilaterale saldi worden dagelijks aan de ECB toegevoerd, waardoor elke nationale centrale bank één netto bilaterale positie ten opzichte van de ECB overhoudt. Deze positie in de boeken van de ECB vertegenwoordigt de netto vordering of verplichting van elke nationale centrale bank ten opzichte van de rest van het ESCB.

Saldi binnen het ESCB die door de nationale centrale banken van het eurogebied ten opzichte van de ECB worden aangehouden (behoudens het kapitaal van de ECB en posities uit hoofde van de overdracht van externe reserves aan de ECB) worden beschouwd als vorderingen of verplichtingen binnen het Eurosysteem en worden in de balans van de ECB opgenomen als één enkele actief- of passiefpost.

Saldi binnen het Eurosysteem uit hoofde van de toedelingen van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem worden als één enkele actiefpost opgenomen onder “Vorderingen uit hoofde van de toedelingen van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem” (zie onder “Bankbiljetten in omloop” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”).

Voor zover de nationale centrale banken die niet deel uitmaken van het eurogebied (Danmarks Nationalbank, Sveriges Riksbank en de Bank of England) binnen het ESCB saldi aanhouden ten opzichte van de ECB, worden deze verantwoord onder “Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro”.

#### VASTE ACTIVA

Vaste activa, met uitzondering van grond, worden gewaardeerd tegen kostprijs onder aftrek van afschrijvingen. Grond wordt gewaardeerd tegen kostprijs. Afschrijving vindt plaats volgens de lineaire methode, vanaf het kwartaal volgend op de aanschaffing en gedurende de verwachte economische levensduur van het desbetreffende activum, te weten:

Computers en aanverwante hard- en software, en motorvoertuigen	4 jaar
Inventaris, meubilair en installaties	10 jaar
Gekapitaliseerde bouw- en herinrichtingskosten	25 jaar
Vaste activa met een kostprijs van minder dan €10.000	Worden afgeboekt in het jaar van aanschaf

De afschrijvingsperiode voor gekapitaliseerde bouw- en herinrichtingskosten met betrekking tot de bestaande kantoorgebouwen van de ECB is verkort, teneinde ervoor te zorgen dat deze activa geheel afgeschreven zijn voordat de ECB naar haar definitieve locatie verhuist.

#### PENSIOENREGELING VAN DE ECB

De ECB kent een pensioenregeling op basis van een zogeheten beschikbaar-premiestelsel. De activa van het pensioenfonds, die uitsluitend dienen ter dekking van de uitkeringen aan de deelnemers en hun nabestaanden, worden onder de overige activa van de ECB opgenomen en

worden separaat verantwoord in de “Toelichting op de balans”. Waarderingswinsten en -verliezen op de activa van het pensioenfonds worden als baten en lasten van het fonds verantwoord in het jaar waarin zij zich voordoen. Ter zake van de uitkeringen ten laste van de uitkeringsrekening, die is opgebouwd uit de door de ECB betaalde premies, bestaan minimumgaranties die een basis vormen voor de uiteindelijk beschikbare uitkeringen.

#### BANKBIJETTEN IN OMLOOP

De ECB en de twaalf nationale centrale banken van het eurogebied, die samen het Eurosysteem vormen, geven bankbiljetten uit.<sup>3</sup> De totale waarde van de eurobankbiljetten in omloop wordt toegeedeeld aan de centrale banken van het Eurosysteem op de laatste werkdag van elke maand overeenkomstig de verdeelsleutel voor de toedeling van bankbiljetten.<sup>4</sup> De ECB heeft toegeedeeld gekregen een deel ter grootte van 8% van de totale waarde van de eurobankbiljetten in omloop, hetgeen wordt verantwoord onder de passiefpost op de balans “Bankbiljetten in omloop”. Het ECB-deel van de totale waarde van de uitgegeven eurobankbiljetten staat tegenover de vorderingen op de nationale centrale banken. Deze vorderingen, die rentedragend zijn<sup>5</sup>, worden vermeld onder de subpost “Vorderingen binnen het Eurosysteem: Vorderingen uit hoofde van de toedelingen van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem” (zie onder “Posities binnen het ESCB en binnen het Eurosysteem” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”). Rentebaten over deze vorderingen worden opgenomen onder de

3 Besluit van de ECB van 6 december 2001 betreffende de uitgifte van eurobankbiljetten (ECB/2001/15), Pb L 337, 20 december 2001, blz. 52-54 zoals gewijzigd door ECB/2003/23, Pb L 9, 15 januari 2004, blz. 40-41 en ECB/2004/9, Pb L 205, 9 juni 2004, blz. 17-18.

4 De term “verdeelsleutel voor de toedeling van bankbiljetten” heeft betrekking op de percentages die het gevolg zijn van het meerekenen van het aandeel van de ECB in de totale waarde van de uitgegeven eurobankbiljetten en het toepassen van de verdeelsleutel voor het geplaatste kapitaal op het aandeel van de nationale centrale banken in die totale waarde.

5 Besluit van de ECB van 6 december 2001 inzake de toedeling van monetaire inkomsten van de nationale centrale banken van de deelnemende lidstaten met ingang van het boekjaar 2002 (ECB/2001/16), Pb L 337, 20 december 2001, blz. 55-61, zoals gewijzigd door ECB/2003/22, Pb L 9, 15 januari 2004, blz. 39.

post “Netto rentebaten”. De Raad van Bestuur heeft besloten dat deze baten apart zullen worden verdeeld onder de nationale centrale banken in de vorm van een tussentijdse verdeling aan het einde van elk kwartaal.<sup>6</sup> Zij zullen in hun geheel worden verdeeld tenzij de netto winst van de ECB over het gehele jaar kleiner is dan de inkomsten uit de eurobankbiljetten in omloop, en afhankelijk van een beslissing van de Raad van Bestuur deze baten te verminderen met door de ECB gemaakte kosten in verband met de uitgifte en verwerking van eurobankbiljetten.

#### **DIVERSEN**

Rekening houdend met de rol van de ECB als centrale bank is de Directie van de ECB van oordeel dat de publicatie van een staat van herkomst en besteding van middelen geen additionele relevante informatie zou verschaffen.

De Raad van de Europese Unie heeft, met inachtneming van artikel 27 van de Statuten van het ESCB en op aanbeveling van de Raad van Bestuur van de ECB, zijn goedkeuring gehecht aan de benoeming van KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft tot externe accountant van de ECB voor een periode van vijf jaar tot het einde van het financiële jaar 2007.

<sup>6</sup> Besluit van de ECB van 21 november 2002 inzake de verdeling van de inkomsten van de Europese Centrale Bank uit in omloop zijnde eurobankbiljetten onder de nationale centrale banken van de deelnemende lidstaten (ECB/2002/9), Pb L 323, 28 november 2002, blz. 49-50.

## TOELICHTING OP DE BALANS

### I GOUD EN GOUDVORDERINGEN

De goudvoorraad van de ECB bedraagt 24,7 miljoen *ounces fine gold* (2003: 24,7 miljoen *ounces*). In 2004 hebben geen transacties in goud plaatsgevonden. Ten opzichte van 2003 is de mutatie in deze post het gevolg van de herwaardering van deze post per de jaarultimo (zie onder “Goud en in vreemde valuta luidende activa en passiva” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”).

### 2 VORDERINGEN OP NIET-INGEZETENEN EN INGEZETENEN VAN HET EUROGEBIED, LUIDENDE IN VREEMDE VALUTA

#### *Vorderingen op het IMF*

Deze post omvat de per 31 december 2004 door de ECB aangehouden Bijzondere Trekkingsrechten (*Special Drawing Rights* of SDR's) en is het resultaat van een door de ECB met het Internationale Monetaire Fonds gesloten akkoord, waarbij het IMF wordt gemachtigd namens de ECB SDR's te kopen en te verkopen tegen euro, zulks met inachtneming van minimum- en maximumtegoeden. Onder SDR wordt begrepen een valutamandje waarvan de waarde wordt bepaald als de gewogen som van de koersen van de vier belangrijkste valuta's (euro, Japanse yen, Britse pond en Amerikaanse dollar). SDR's worden bij de opstelling van de jaarrekening behandeld als in vreemde valuta luidende activa en passiva (zie onder “Goud en in vreemde valuta luidende activa en passiva” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”).

#### *Tegoeden bij banken en beleggingen in waardepapieren, externe leningen en overige externe activa*

#### *Vorderingen op ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde activa*

Deze vorderingen bestaan uit tegoeden bij banken, leningen luidende in vreemde valuta en beleggingen in waardepapieren, luidende in Amerikaanse dollar en Japanse yen, en wel als volgt:

<i>Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied</i>	2004 €	2003 €	Mutatie €
Rekeningen-courant	2.682.171.017	1.365.187.080	1.316.983.937
Geldmarkt-deposito's	848.227.002	1.197.220.582	(348.993.580)
Repo-overeenkomsten met wederinkoopverplichting	2.408.046.989	3.834.025.154	(1.425.978.165)
Beleggingen in waardepapieren	21.000.548.972	22.196.952.041	(1.196.403.069)
<b>Totaal</b>	<b>26.938.993.980</b>	<b>28.593.384.857</b>	<b>(1.654.390.877)</b>

<i>Vorderingen op ingezetenen van het eurogebied</i>	2004 €	2003 €	Mutatie €
Rekeningen-courant	26.506	26.740	(234)
Geldmarkt-deposito's	2.547.022.979	2.799.445.764	(252.422.785)
Repo-overeenkomsten met wederinkoopverplichting	4.967.080	0	4.967.080
<b>Totaal</b>	<b>2.552.016.565</b>	<b>2.799.472.504</b>	<b>(247.455.939)</b>

De afname van deze posities in 2004 is voornamelijk het gevolg van de herwaardering van de in Amerikaanse dollar luidende activa van de ECB per de jaarultimo. De depreciatie van de Amerikaanse dollar en, in mindere mate, de Japanse yen ten opzichte van de euro heeft geleid tot een aanzienlijke daling van hun equivalente waarde in euro (zie onder “Goud en in vreemde valuta luidende activa en passiva” en “Resultaatbepaling” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”).

### 3 VORDERINGEN OP NIET-INGEZETENEN VAN HET EUROGEBIED, LUIDENDE IN EURO

Per 31 december 2004 bestond deze post uit bancaire deposito's bij niet-ingezetenen van het eurogebied.

#### 4 OVERIGE VORDERINGEN OP KREDIET-INSTELLINGEN IN HET EUROGEBIED, LUIDENDE IN EURO

Per 31 december 2004 bestond deze vordering uit een bancaire deposito bij een ingezetene van het eurogebied.

#### 5 VORDERINGEN BINNEN HET EUROSISTEEM

##### *Vorderingen uit hoofde van de toedelingen van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem*

Deze post bestaat uit de vorderingen van de ECB ten opzichte van de nationale centrale banken van het eurogebied uit hoofde van de toedelingen van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem (zie onder “Bankbiljetten in omloop” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”).

##### *Overige vorderingen binnen het Eurosysteem (netto)*

Deze post bestaat uit de TARGET-saldi van de nationale centrale banken van het eurogebied ten opzichte van de ECB en uit verschuldigde bedragen uit hoofde van de tussentijdse verdelingen van de inkomsten van de ECB uit bankbiljetten. Per 31 december 2004 was een bedrag van €536 miljoen verschuldigd door de nationale centrale banken van het eurogebied in verband met tussentijdse verdelingen van de inkomsten van de ECB uit bankbiljetten. Dit vertegenwoordigt de tussentijdse verdelingen van dergelijke inkomsten aan de nationale centrale banken van het eurogebied voor de eerste drie kwartalen van het jaar, die daarna werden teruggevorderd (zie onder “Bankbiljetten in omloop” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening” en de “Toelichting op de winst- en verliesrekening” onder 18).

	2004 €	2003 €
Te vorderen van nationale centrale banken van het eurogebied ter zake van TARGET	64.024.554.579	49.646.309.854
Verschuldigd aan nationale centrale banken van het eurogebied ter zake van TARGET	(61.149.859.140)	(45.579.175.620)
Netto TARGET-positie	2.874.695.439	4.067.134.234
Te vorderen van/(Verschuldigd aan) nationale centrale banken van het eurogebied ter zake van de tussentijdse verdeling van de door de ECB uit bankbiljetten ontvangen inkomsten	536.222.885	532.760.169
Overige vorderingen binnen het Eurosysteem (netto)	3.410.918.324	4.599.894.403

#### 6 OVERIGE ACTIVA

##### *Materiële vaste activa*

De materiële vaste activa omvatten per 31 december 2004 de volgende posten:

	Netto boekwaarde per 31 dec. 2004 €	Netto boekwaarde per 31 dec. 2003 €	Mutatie €
Land en gebouwen	135.997.016	54.929.962	81.067.054
Computers	43.089.388	45.407.622	(2.318.234)
Inventaris, meubilair, installaties en motorvoertuigen	3.809.292	2.149.813	1.659.479
Activa in aanbouw	3.215.050	23.259.861	(20.044.811)
Overige vaste activa	1.207.558	3.164.692	(1.957.134)
Totaal	187.318.304	128.911.950	58.406.354

De voornaamste stijging, die van de post “Land en gebouwen”, houdt verband met:

- (a) de aankoop van het grondstuk voor het definitieve hoofdkantoor van de ECB. Gebaseerd op een vooraf bepaald bouwoppervlak, werd de minimumaankoop prijs vastgesteld op €61,4 miljoen, te betalen in termijnen tot uiterlijk 31 december 2004, wanneer de ECB het eigendomsrecht zou verwerven. Dit bedrag is nu geheel betaald en is derhalve opgenomen onder “Land en gebouwen”; en

- (b) overdrachten uit de post “Activa in aanbouw” van gekapitaliseerde herinrichtingskosten ten aanzien van het pand van de ECB, na begin van het gebruik van deze activa.
- (c) De ECB is houdster van 3.000 aandelen Bank voor Internationale Betalingen (BIB), die zijn opgenomen tegen de aanschaffingsprijs van €38,5 miljoen.

### Overige financiële activa

Deze post bestaat voornamelijk uit:

	2004 €	2003 €	Mutatie €
Waardepapieren luidende in euro	5.399.222.333	5.276.052.927	123.169.406
Repo-overeenkomsten met wederinkoopverplichting in euro	869.977.933	167.100.400	702.877.533
Vorderingen in verband met het pensioenfonds van de ECB	120.243.662	91.727.194	28.516.468
Overige financiële activa	38.875.639	38.875.737	(98)
Totaal	6.428.319.567	5.573.756.258	854.563.309

- (a) Waardepapieren luidende in euro en repo-overeenkomsten met wederinkoopverplichting in euro vormen de belegging van de eigen middelen van de ECB (zie tevens onder 12).
- (b) De beleggingen van het pensioenfonds van de ECB zijn gewaardeerd op €120,2 miljoen (2003: €91,7 miljoen). De aangehouden activa betreffen de beleggingen van de gecumuleerde pensioenpremies van de ECB en van het personeel van de ECB per 31 december 2004; 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 externe vermogensbeheerder waardeert de activa van het pensioenfonds op basis van beurskoersen per de jaarultimo.

### Overlopende activa en vooruitbetaalde kosten

In 2004 omvatte deze post nog te ontvangen rente ter waarde van €197 miljoen (2003: €165 miljoen) op de vorderingen van de ECB uit hoofde van de toedelingen van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem voor het laatste kwartaal (zie onder “Bankbiljetten in omloop” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”).

De rest van deze balans bestaat voornamelijk uit nog te ontvangen rente op waardepapieren en andere financiële activa.

### Diversen

In 2004 is de voornaamste component van deze post een vordering op het Duitse federale Ministerie van Financiën in verband met terugvorderbare belasting toegevoegde waarde en andere betaalde indirecte belastingen. Deze belastingen kunnen worden teruggegeven krachtens de bepalingen van Artikel 3 van het Protocol betreffende de voorrechten en immuniteiten van de Europese Gemeenschappen, dat op grond van Artikel 40 van de Statuten van het ESCB van toepassing is op de ECB.

## 7 BANKBIJETTEN IN OMLOOP

Deze post bestaat uit het ECB-deel van de totale waarde van de eurobankbiljetten in omloop (zie onder “Bankbiljetten in omloop” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”).

## 8 VERPLICHTINGEN AAN OVERIGE INGEZETENEN VAN HET EUROGEBIED, LUIDENDE IN EURO

Deze post omvat deposito's van leden van de Euro Banking Association (EBA), die voor de ECB als onderpand dienen met betrekking tot betalingen van de EBA die via het TARGET-systeem worden verrekend.



## 9 VERPLICHTINGEN AAN NIET-INGEZETENEN VAN HET EUROGEBIED, LUIDENDE IN EURO

Deze verplichtingen bestaan hoofdzakelijk uit bij de ECB aangehouden saldi van de nationale centrale banken die niet deel uitmaken van het eurogebied, voortvloeiend uit via het TARGET-systeem geleide transacties (zie onder “Posities binnen het ESCB en binnen het Eurosysteem” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”).

## 10 VERPLICHTINGEN AAN INGEZETENEN EN NIET-INGEZETENEN VAN HET EUROGEBIED, LUIDENDE IN VREEMDE VALUTA

De verplichtingen uit hoofde van repo-overeenkomsten afgesloten met ingezetenen en niet-ingezetenen van het eurogebied in verband met het beheer van de deviezenreserves van de ECB zijn de volgende:

<i>Verplichtingen aan ingezetenen van het eurogebied</i>	2004 €	2003 €	Mutatie €
Repo-overeenkomsten	4.967.080	0	4.967.080

<i>Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied</i>	2004 €	2003 €	Mutatie €
Repo-overeenkomsten	1.254.905.957	1.452.432.822	(197.526.865)

## 11 VERPLICHTINGEN BINNEN HET EUROSISTEEM

Deze post omvat de verplichtingen aan de nationale centrale banken van het eurogebied voortvloeiend uit de overdracht van externe reserves aan de ECB. De verplichtingen luiden in euro tegen een ten tijde van hun overdracht vastgestelde waarde. Rente wordt vergoed ter hoogte van de meest recent beschikbare marginale rentevoet voor de basis-herfinancieringstransacties van het Eurosysteem, met een correctie vanwege een rendement van nul op de goudcomponent (zie onder 18 in de “Toelichting op de winst- en verliesrekening”).

Gezien de vermindering van de weging van de nationale centrale banken van het eurogebied in de ECB-kapitaalverdeelsleutel op 1 januari 2004 en de daaropvolgende verandering van de ECB-kapitaalverdeelsleutel op 1 mei 2004 (zie onder 15), is de oorspronkelijke totale verplichting van €40.497.150.000 middels Besluiten van de Raad van Bestuur krachtens Artikel 30.3 van de Statuten van het ESCB in twee fasen teruggebracht tot €39.782.265.622. Deze aanpassing is verricht teneinde aan de nationale centrale banken die in de toekomst lid zullen worden van het Eurosysteem de noodzakelijke ruimte te verschaffen om volledige overdrachten van externe reserves naar rato van hun vigerende deel in de kapitaalverdeelsleutel van de ECB uit te voeren. Voor de vermindering van de in euro luidende verplichting waren heroverdrachten van externe reserves tussen de ECB en de nationale centrale banken niet nodig.

	Tot en met 31 december 2003 €	Van 1 januari tot en met 30 april 2004 €	Vanaf 1 mei 2004 €
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	1.432.900.000	1.414.850.000	1.419.101.951
Deutsche Bundesbank	12.246.750.000	11.702.000.000	11.761.707.508
Bank of Greece	1.028.200.000	1.080.700.000	1.055.840.343
Banco de España	4.446.750.000	4.390.050.000	4.326.975.513
Banque de France	8.416.850.000	8.258.750.000	8.275.330.931
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	424.800.000	512.700.000	513.006.858
Banca d'Italia	7.447.500.000	7.286.300.000	7.262.783.715
Banque centrale du Luxembourg	74.600.000	85.400.000	87.254.014
De Nederlandsche Bank	2.139.000.000	2.216.150.000	2.223.363.598
Oesterreichische Nationalbank	1.179.700.000	1.150.950.000	1.157.451.203
Banco de Portugal	961.600.000	1.006.450.000	982.331.062
Suomen Pankki – Finlands Bank	698.500.000	714.900.000	717.118.926
<b>Totaal</b>	<b>40.497.150.000</b>	<b>39.819.200.000</b>	<b>39.782.265.622</b>

## 12 OVERIGE PASSIVA

Deze post bestaat hoofdzakelijk uit aan nationale centrale banken verschuldigde rente ter zake van hun vorderingen uit hoofde van de overgedragen externe activa (zie onder 11). De verplichtingen van de ECB ten aanzien van het pensioenfonds, met inbegrip van een voorziening op grond van het rapport van de actuaaris, bedragen €148,8 miljoen (2003: €100,6 miljoen). Onder deze post worden eveneens vermeld overige overlopende posten en uitstaande repo-transacties, ter waarde van €200 miljoen, die zijn uitgevoerd in verband met het beheer van de eigen middelen van de ECB (zie onder 6).

## 13 VOORZIENINGEN

Deze post omvat de voorzieningen met betrekking tot pensioenen en gemaakte kosten ter zake van goederen en diensten, samen met een adequate voorziening voor de contractuele verplichting van de ECB om, wanneer zij naar haar definitieve locatie verhuist, bij het verlaten van de huidige panden, deze in oorspronkelijke staat terug te brengen.

## 14 HERWAARDERINGSREKENINGEN

Deze rekeningen bestaan uit herwaarderingsreserves uit hoofde van ongerealiseerde winsten op activa en passiva.

	2004 €	2003 €	Mutatie €
Goud	1.853.957.106	2.070.968.381	(217.011.275)
Deviezen	0	1.901	(1.901)
Waardepapieren	67.160.084	105.493.783	(38.333.699)
Totaal	1.921.117.190	2.176.464.065	(255.346.875)

## 15 KAPITAAL EN RESERVES

### Kapitaal

#### (a) Verandering van de kapitaalverdeelsleutel van de ECB

Krachtens Artikel 29.3 van de Statuten van het ESCB wordt de verdeelsleutel voor de inschrij-

ving op het kapitaal van de ECB om de vijf jaar aangepast. De eerste aanpassing na de oprichting van de ECB is uitgevoerd op 1 januari 2004. Op 1 mei 2004 volgde een tweede aanpassing ten gevolge van de toetreding tot de EU van tien nieuwe lidstaten. Op grond van het Besluit van de Raad van Bestuur van 15 juli 2003 betreffende de statistische gegevens die moeten worden gebruikt voor de aanpassing van de verdeelsleutel voor de inschrijving op het kapitaal van de Europese Centrale Bank, zijn de kapitaalsleutels van de nationale centrale banken op 1 januari 2004 en 1 mei 2004 als volgt aangepast:

	Tot en met 31 december 2003 %	Van 1 januari tot en met 30 april 2004 %	Vanaf 1 mei 2004 %
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,8658	2,8297	2,5502
Deutsche Bundesbank	24,4935	23,4040	21,1364
Bank of Greece	2,0564	2,1614	1,8974
Banco de España	8,8935	8,7801	7,7758
Banque de France	16,8337	16,5175	14,8712
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,8496	1,0254	0,9219
Banca d'Italia	14,8950	14,5726	13,0516
Banque centrale du Luxembourg	0,1492	0,1708	0,1568
De Nederlandsche Bank	4,2780	4,4323	3,9955
Oesterreichische Nationalbank	2,3594	2,3019	2,0800
Banco de Portugal	1,9232	2,0129	1,7653
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,3970	1,4298	1,2887
<b>Totaal van nationale centrale banken van het eurogebied</b>	<b>80,9943</b>	<b>79,6384</b>	<b>71,4908</b>

	Tot en met 31 december 2003 %	Van 1 januari tot en met 30 april 2004 %	Vanaf 1 mei 2004 %
Ceská národní banka	0,0000	0,0000	1,4584
Danmarks Nationalbank	1,6709	1,7216	1,5663
Eesti Pank	0,0000	0,0000	0,1784
Central Bank of Cyprus	0,0000	0,0000	0,1300
Latvijas Banka	0,0000	0,0000	0,2978
Lietuvos bankas	0,0000	0,0000	0,4425
Magyar Nemzeti Bank	0,0000	0,0000	1,3884
Central Bank of Malta/Bank Centrali ta' Malta	0,0000	0,0000	0,0647
Narodowy Bank Polski	0,0000	0,0000	5,1380
Banka Slovenije	0,0000	0,0000	0,3345
Národná banka Slovenska	0,0000	0,0000	0,7147
Sveriges Riksbank	2,6537	2,6636	2,4133
Bank of England	14,6811	15,9764	14,3822
<b>Totaal van nationale centrale banken buiten het eurogebied</b>	<b>19,0057</b>	<b>20,3616</b>	<b>28,5092</b>
<b>Totaal van nationale centrale banken binnen en buiten het eurogebied</b>	<b>100,0000</b>	<b>100,0000</b>	<b>100,0000</b>

### **(b) Kapitaal van de ECB**

Ten gevolge van de algehele vermindering van 1,3559% van de weging van de nationale centrale banken van het eurogebied (met volgestorte kapitaalbijdragen) in het kapitaal van de ECB van €5 miljard, is hun aandeel in het geplaatste kapitaal gedaald van €4.049.715.000 tot een totaal van €3.981.920.000 op 1 januari 2004. Dit totaal is op 1 mei 2004 verder verminderd tot €3.978.226.562 ten gevolge van de toetreding van tien nieuwe lidstaten.

Overeenkomstig Artikel 49.3 van de Statuten van het ESCB, dat bij de Toetredingsakte in de Statuten is ingevoegd, zal het geplaatste kapitaal van de ECB in de toekomst automatisch worden verhoogd zodra een land lidstaat van de EU wordt en de respectieve nationale centrale bank deel gaat uitmaken van het ESCB. De verhoging wordt bepaald door het op dat moment geldende bedrag van het geplaatste kapitaal (d.w.z. €5

miljard) te vermenigvuldigen met de ratio tussen de weging, in het kader van de uitgebreide verdeelsleutel voor de inschrijving op het kapitaal, van de toetredende nationale centrale bank(en) in kwestie enerzijds en die van de nationale centrale banken die reeds deel uitmaken van het ESCB anderzijds. Op 1 mei 2004 is derhalve het geplaatste kapitaal van de ECB verhoogd tot €5,565 miljard.

Van de 13 nationale centrale banken buiten het eurogebied wordt vereist dat zij een minimaal percentage van hun geplaatste kapitaal betalen als bijdrage aan de operationele kosten van de ECB. Op 1 mei 2004 is dit percentage verhoogd van 5% tot 7%. Met inbegrip van de van de tien nieuwe nationale centrale banken buiten het eurogebied ontvangen bedragen, bedroeg deze bijdrage op die datum in totaal €111.050.988. In tegenstelling tot de nationale centrale banken van het eurogebied, hebben de nationale centrale banken buiten het eurogebied geen recht op een aandeel in de te verdelen winst van de ECB (met inbegrip van inkomsten uit de toedelingen van eurobankbiljetten binnen het Eurostelsel), en hoeven zij evenmin eventuele verliezen van de ECB te financieren.

Het gecombineerde effect van de drie hierboven beschreven ontwikkelingen was dat het volgestorte kapitaal is gedaald van €4.097.229.250 op 31 december 2003 tot €4.032.824.000 op 1 januari 2004 en daarna is gestegen tot €4.089.277.550 op 1 mei 2004, zoals in de tabel hieronder weergegeven:

	Geplaatst kapitaal tot en met 31 december 2003 €	Volgestort kapitaal tot en met 31 december 2003 €	Geplaatst kapitaal van 1 januari tot en met 30 april 2004 €	Volgestort kapitaal van 1 januari tot en met 30 april 2004 €	Geplaatst kapitaal vanaf 1 mei 2004 <sup>1</sup> €	Volgestort kapitaal vanaf 1 mei 2004 €
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	143.290.000	143.290.000	141.485.000	141.485.000	141.910.195	141.910.195
Deutsche Bundesbank	1.224.675.000	1.224.675.000	1.170.200.000	1.170.200.000	1.176.170.751	1.176.170.751
Bank of Greece	102.820.000	102.820.000	108.070.000	108.070.000	105.584.034	105.584.034
Banco de España	444.675.000	444.675.000	439.005.000	439.005.000	432.697.551	432.697.551
Banque de France	841.685.000	841.685.000	825.875.000	825.875.000	827.533.093	827.533.093
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	42.480.000	42.480.000	51.270.000	51.270.000	51.300.686	51.300.686
Banca d'Italia	744.750.000	744.750.000	728.630.000	728.630.000	726.278.371	726.278.371
Banque centrale du Luxembourg	7.460.000	7.460.000	8.540.000	8.540.000	8.725.401	8.725.401
De Nederlandsche Bank	213.900.000	213.900.000	221.615.000	221.615.000	222.336.360	222.336.360
Oesterreichische Nationalbank	117.970.000	117.970.000	115.095.000	115.095.000	115.745.120	115.745.120
Banco de Portugal	96.160.000	96.160.000	100.645.000	100.645.000	98.233.106	98.233.106
Suomen Pankki – Finlands Bank	69.850.000	69.850.000	71.490.000	71.490.000	71.711.893	71.711.893
<b>Totaal van nationale centrale banken van het eurogebied</b>	<b>4.049.715.000</b>	<b>4.049.715.000</b>	<b>3.981.920.000</b>	<b>3.981.920.000</b>	<b>3.978.226.562</b>	<b>3.978.226.562</b>
Česká národní banka	0	0	0	0	81.155.136	5.680.860
Danmarks Nationalbank	83.545.000	4.177.250	86.080.000	4.304.000	87.159.414	6.101.159
Eesti Pank	0	0	0	0	9.927.370	694.916
Central Bank of Cyprus	0	0	0	0	7.234.070	506.385
Latvijas Banka	0	0	0	0	16.571.585	1.160.011
Lietuvos bankas	0	0	0	0	24.623.661	1.723.656
Magyar Nemzeti Bank	0	0	0	0	77.259.868	5.408.191
Central Bank of Malta/ Bank Ċentrali ta' Malta	0	0	0	0	3.600.341	252.024
Narodowy Bank Polski	0	0	0	0	285.912.706	20.013.889
Banka Slovenije	0	0	0	0	18.613.819	1.302.967
Národná banka Slovenska	0	0	0	0	39.770.691	2.783.948
Sveriges Riksbank	132.685.000	6.634.250	133.180.000	6.659.000	134.292.163	9.400.451
Bank of England	734.055.000	36.702.750	798.820.000	39.941.000	800.321.860	56.022.530
<b>Totaal van nationale centrale banken buiten het eurogebied</b>	<b>950.285.000</b>	<b>47.514.250</b>	<b>1.018.080.000</b>	<b>50.904.000</b>	<b>1.586.442.685</b>	<b>111.050.988</b>
<b>Totaal van nationale centrale banken binnen en buiten het eurogebied</b>	<b>5.000.000.000</b>	<b>4.097.229.250</b>	<b>5.000.000.000</b>	<b>4.032.824.000</b>	<b>5.564.669.247</b>	<b>4.089.277.550</b>

1 Individuele bedragen zijn tot op één euro nauwkeurig afgerond. Totalen kunnen door afronding enigszins verschillen.

### **Reserves**

Deze post omvat het algemeen reservefonds van de ECB, dat is opgezet krachtens Artikel 33 van de Statuten van het ESCB.

## **NIET IN DE BALANS OPGENOMEN INSTRUMENTEN**

### **16 GEAUTOMATISEERD PROGRAMMA VOOR EFFECTENLENINGSTRANSACTIES**

Ten behoeve van het beheer van haar eigen vermogen heeft de ECB een overeenkomst gesloten voor een geautomatiseerd programma voor effectenleningstransacties, waarbij een daarvoor aangestelde persoon of instelling namens de ECB effectenleningstransacties verricht met een aantal door de ECB daartoe aangewezen tegenpartijen. Per 31 december 2004 stonden onder deze regeling transacties met wederinkoopverplichting uit met een waarde van €1 miljard (2003: €0,4 miljard) (zie “Transacties met wederinkoopverplichting” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”).

### **17 RENTEFUTURES**

In 2004 zijn deviezenrentefutures gebruikt in het kader van het beheer van de deviezenreserves van de ECB. Per 31 december 2004 liepen de volgende transacties (vermeld tegen nominale waarde):

Deviezenrentefutures	Contractwaarde €
Aankopen	1.077.349.366
Verkopen	91.770.061

## TOELICHTING OP DE WINST- EN VERLIESREKENING

### 18 NETTO RENTEBATEN

#### *Rentebaten uit externe reserves*

Deze post omvat rentebaten, na aftrek van rentelasten, uit de in vreemde valuta luidende activa en passiva, en is als volgt verdeeld:

	2004 €	2003 €	Mutatie €
Rente op rekeningen-courant	3.744.188	3.679.287	64.901
Baten uit geldmarkt-deposito's	49.854.512	45.699.455	4.155.057
Repo-overeenkomsten met wederinkoopverplichting	63.759.141	66.206.740	(2.447.599)
Netto baten uit waardepapieren	317.073.827	445.357.205	(128.283.378)
<b>Totale rentebaten uit externe reserves</b>	<b>434.431.668</b>	<b>560.942.687</b>	<b>(126.511.019)</b>
Rentelasten op rekeningen-courant	(32.020)	(73.292)	41.272
Repo-overeenkomsten	(11.947.990)	(19.575.020)	7.627.030
Overige rentelasten (netto)	(32.960)	0	(32.960)
<b>Rentebaten uit externe reserves (netto)</b>	<b>422.418.698</b>	<b>541.294.375</b>	<b>(118.875.677)</b>

#### *Rentebaten uit de toedeling van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem*

Deze post bestaat uit de rentebaten van de ECB uit haar deel van 8% van de totale waarde van de uitgegeven eurobankbiljetten. De rente op de vorderingen van de ECB ten aanzien van haar deel van de bankbiljetten wordt geheven tegen de meest recent beschikbare marginale rentevoet voor de basis-herfinancieringstransacties van het Eurosysteem. Deze baten worden verdeeld onder de nationale centrale banken, zoals beschreven onder "Bankbiljetten in omloop" in "Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening".

Op basis van het geschatte financiële resultaat van de ECB voor het jaar 2004, heeft de Raad van Bestuur in december 2004 besloten

(a) de drie gedurende het jaar reeds aan de nationale centrale banken uitbetaalde tussentijdse driemaandelijkse verdelingen ten bedrage van in totaal €536 miljoen, terug te vorderen, en

(b) de laatste driemaandelijkse tussentijdse verdeling van €197 miljoen achterwege te laten.

#### *Remuneratie van vorderingen van nationale centrale banken in verband met overgedragen externe reserves*

De rentevergoedingen aan de nationale centrale banken van het eurogebied uit hoofde van hun vorderingen op de ECB ter zake van overeenkomstig Artikel 30.1 van de Statuten van het ESCB aan de ECB overgedragen externe reserves worden onder deze post vermeld.

#### *Overige rentebaten en Overige rentelasten*

Deze posten bestaan hoofdzakelijk uit rentebaten en -lasten ten aanzien van saldi uit hoofde van TARGET-transacties en ten aanzien van overige in euro luidende activa en passiva.

In 2004 bleven de netto rentebaten worden beïnvloed door de lage niveaus van de binnenlandse en buitenlandse rentes.

### 19 GEREALISEERDE WINSTEN/VERLIEZEN UIT FINANCIËLE TRANSACTIES

De netto gerealiseerde winsten uit financiële transacties in 2004 waren de volgende:

	2004 €	2003 €	Mutatie €
Netto gerealiseerde koerswinsten op waardepapieren	94.643.135	528.606.147	(433.963.012)
Netto gerealiseerde wisselkoerswinsten/(verliezen)	41.402.675	(3.345.525)	44.748.200
Gerealiseerde winsten uit financiële transacties	136.045.810	525.260.622	(389.214.812)

## 20 AFWAARDERINGEN VAN FINANCIËLE ACTIVA EN POSITIES

	2004 €	2003 €	Mutatie €
Ongerealiseerde verliezen op waardepapieren	(28.485.006)	(10.349.709)	(18.135.297)
Ongerealiseerde wisselkoersverliezen	(2.064.800.103)	(3.962.339.851)	1.897.539.748
Totaal	(2.093.285.109)	(3.972.689.560)	1.879.404.451

Deze last is voornamelijk het gevolg van de afwaardering van de gemiddelde aanschaffingskosten van de door de ECB aangehouden Amerikaanse dollars tot de eindejaarsmarktwaarde per 31 december 2004, na de depreciatie van deze valuta ten opzichte van de euro gedurende het jaar.

## 21 NETTO LASTEN UIT PROVISIES EN COMMISSIES

	2004 €	2003 €	Mutatie €
Baten uit provisies en commissies	297.964	700.271	(402.307)
Kosten in verband met provisies en commissies	(559.481)	(763.737)	204.256
Netto kosten in verband met provisies en commissies	(261.517)	(63.466)	(198.051)

De baten onder deze post bestaan voornamelijk uit aan kredietinstellingen opgelegde boetes ter zake van niet-nakoming van de reserveverplichtingen. De lasten hebben hoofdzakelijk te maken met op rekeningen-courant verschuldigde provisies en houden verband met de uitoefening van deviezenrentefutures (zie onder 17 in de "Toelichting op de balans").

## 22 OVERIGE BATEN

De overige baten gedurende het boekjaar waren hoofdzakelijk het gevolg van de overdracht van

ongebruikte administratieve voorzieningen naar de winst- en verliesrekening. Vanaf 2004 omvat deze post eveneens de bijdragen van de nationale centrale banken van de tien nieuwe lidstaten aan de lokale jaarlijkse dienstentarieven die voortvloeien uit hun lokale aansluiting, op het moment van hun toetreding, op de beveiligde IT-infrastructuur van het ESCB. In eerste instantie worden deze kosten centraal vergoed door de ECB.

De bijdragen van de nationale centrale banken zullen eindigen op het moment dat de respectieve lidstaten toetreden tot het eurogebied.

## 23 PERSONEELSKOSTEN

Deze post heeft betrekking op salarissen, toelagen en personeelsverzekeringskosten ten bedrage van €120,0 miljoen (2003: €108,2 miljoen), alsmede op werkgeversbijdragen aan het pensioenfonds van de ECB en de ziekte- en ongevallenverzekering. De toelagen van de leden van de Directie van de ECB bedroegen in totaal €2,1 miljoen (2003: €2,0 miljoen). Gedurende het jaar zijn geen pensioenen betaald aan voormalige leden van de Directie of aan hun nabestaanden. Overgangsbetalingen zijn uitgekeerd aan vertrekkende leden van de Directie. De salarissen en toelagen van het personeel, met inbegrip van de toelagen van hoge bestuursfunctionarissen, zijn in grote lijnen gebaseerd op en vergelijkbaar met de beloningsverhoudingen binnen de Europese Gemeenschappen.

De stijging van deze post in 2004 is voornamelijk het gevolg van een stijging van de verplichtingen van de ECB ten aanzien van het pensioenfonds, zoals berekend door de Actuaris (zie ook onder 24).

Eind 2004 bedroeg het aantal personeelsleden van de ECB 1.309, waaronder 131 in bestuursfuncties. De verandering in het aantal personeelsleden was in 2004 als volgt:

	2004	2003
Per 1 januari	1.213	1.105
Nieuwe personeelsleden	137	149
Vertrokken personeelsleden	41	41
Per 31 december	1.309	1.213
Gemiddeld aantal personeelsleden	1.261	1.160

nationale centrale banken om tegemoet te komen aan onverwachte schommelingen in de vraag. Deze kosten worden centraal door de ECB gedragen.

## 24 DE PENSIOENREGELING VAN DE ECB

Volgens het reglement van de pensioenregeling van de ECB, moet eens per drie jaar een volledige actuariële waardering worden uitgevoerd. De meest recente volledige actuariële waardering is per 31 december 2003, waarbij rekening is gehouden met alle beëindigde pensioenge-rechtigde dienstverbanden per die datum.

De premielasten van de regeling worden geraamd op basis van het advies van een bevoegd actuaaris. De totale door de ECB betaalde pensioenpremies, met inbegrip van een voorziening voor arbeidsongeschiktheid en pensioenuitkeringen, bedroegen €41,1 miljoen (2003: €21,7 miljoen). Hierin is een voorziening begrepen voor pensioenen voor leden van de Directie van €1,8 miljoen (2003: €1,9 miljoen) en supplementaire bijdragen. De in de toekomst door de ECB te betalen pensioenpremie bedraagt 16,5% van de pensioengrondslag van alle personeelsleden.

## 25 BEHEERKOSTEN

Deze kosten omvatten alle overige lopende kosten, te weten huur en onderhoud van de kantoorruimten, niet-investeringsgoederen en -inventaris, honoraria van adviseurs, en overige diensten en kantoormiddelen, evenals de kosten van werving, verhuizing, installatie, opleiding en herhuisvesting van personeel.

## 26 PRODUCTIEKOSTEN BANKBILJETTEN

In 2004, als in 2003, hielden deze kosten verband met de kosten van grensoverschrijdende transportatie van eurobankbiljetten tussen



## TOELICHTING OP DE TOEDELING VAN VERLIEZEN

*Deze toelichting maakt geen deel uit van de Jaarrekening van de ECB over 2004 en wordt slechts ter informatie in dit Jaarverslag opgenomen.*

### INKOMSTEN UIT DE DOOR DE ECB UITGEGEVEN BANKBILJETTEN

Bij besluit van de Raad van Bestuur van de ECB is een bedrag van €733 miljoen niet door de ECB uitgekeerd om te waarborgen dat de totale winstverdeling over het jaar de netto jaarwinst van de ECB niet zou overstijgen. Dit bedrag bestaat geheel uit alle inkomsten uit het aandeel van de ECB in de totale waarde van de bankbiljetten in omloop in 2004.

### DEKKING VAN VERLIEZEN VAN DE ECB

In geval van een verlies van de ECB, kan het tekort krachtens Artikel 33.2 van de Statuten van het ESCB worden gedekt uit het algemeen reservefonds van de ECB en, indien noodzakelijk, bij besluit van de Raad van Bestuur, uit de monetaire inkomsten van het betrokken boekjaar, naar rato en tot beloop van de bedragen die overeenkomstig Artikel 32.5 van de Statuten aan de nationale centrale banken zijn toegeedeeld.<sup>1</sup>

Op 11 maart 2005 heeft de Raad van Bestuur van de ECB besloten het verlies over het jaar 2004 als volgt te dekken:

	2004 €	2003 €
Verlies over het boekjaar	(1.636.028.702)	(476.688.785)
Onttrekkingen aan het algemeen reservefonds	296.068.424	476.688.785
Overdracht uit de bij elkaar gevoegde monetaire inkomsten	1.339.960.278	0
<b>Totaal</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

<sup>1</sup> Krachtens Artikel 32.5 van de Statuten van het ESCB dient de som van de monetaire inkomsten van de nationale centrale banken te worden toegeedeeld naar rato van hun gestorte aandeel in het kapitaal van de ECB.

## Accountantsverklaring

President en Raad van Bestuur  
van de Europese Centrale Bank

Frankfurt am Main

Wij hebben bijgaande balans van de Europese Centrale Bank per 31 december 2004 gecontroleerd, alsmede de daarmee verband houdende winst- en verliesrekening per dezelfde datum en de toelichtingen. De Directie van de Europese Centrale Bank is verantwoordelijk voor deze jaarrekening. Het is onze verantwoordelijkheid op grond van ons onderzoek een oordeel te geven over deze jaarrekening.

Wij hebben ons onderzoek verricht in overeenstemming met de "International Standards on Auditing" (internationale controlestandaarden). Deze standaarden vereisen dat wij de controle zo opzetten en uitvoeren dat wij er redelijk zeker van kunnen zijn dat de jaarrekening geen materiële verkeerde opgave bevat. Een controle-onderzoek omvat steekproefsgewijs onderzoek van stukken die betrekking hebben op de in de jaarrekening vervatte bedragen en verantwoordingen. Tevens omvat een controle-onderzoek een beoordeling van de gehanteerde grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening en van belangrijke, door het management gemaakte schattingen, alsmede een evaluatie van de algehele presentatie van de jaarrekening. Wij zijn van mening dat ons controle-onderzoek een redelijke basis vormt voor ons oordeel.

Naar ons oordeel geeft de jaarrekening een getrouw beeld van de grootte en de samenstelling van het vermogen van de Europese Centrale Bank per 31 december 2004 en van het resultaat voor het jaar 2004 overeenkomstig de in het eerste deel van de toelichting beschreven grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening.

Frankfurt am Main, 4 maart 2005

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft  
Aktiengesellschaft  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

(Wohlmannstetter)  
Wirtschaftsprüfer

(Dr. Lemnitzer)  
Wirtschaftsprüfer

## 5 GECONSOLIDEERDE BALANS VAN HET EUROSISTEEM PER 31 DECEMBER 2004

(EUR MILJOEN)

ACTIVA	31 DECEMBER 2004	31 DECEMBER 2003
<b>1 Goud en goudvorderingen</b>	<b>125.730</b>	<b>130.344</b>
<b>2 Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta</b>	<b>153.856</b>	<b>175.579</b>
2.1 Vorderingen op het IMF	23.948	29.130
2.2 Tegoeden bij banken en beleggingen in waardepapieren, externe leningen en overige externe activa	129.908	146.449
<b>3 Vorderingen op ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta</b>	<b>16.974</b>	<b>17.415</b>
<b>4 Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro</b>	<b>6.849</b>	<b>6.049</b>
4.1 Tegoeden bij banken, beleggingen in waardepapieren en leningen	6.849	6.049
4.2 Vorderingen uit hoofde van de kredietfaciliteit ingevolge het ERM-II	0	0
<b>5 Kredietverlening aan kredietinstellingen in het eurogebied uit hoofde van monetaire-beleidstransacties, luidende in euro</b>	<b>345.112</b>	<b>298.163</b>
5.1 Basis-herfinancieringstransacties	270.000	253.001
5.2 Langerlopende herfinancieringstransacties	75.000	45.000
5.3 "Fine-tuning"-transacties met wederinkoop	0	0
5.4 Structurele transacties met wederinkoop	0	0
5.5 Marginale beleningsfaciliteit	109	134
5.6 Kredieten uit hoofde van margestortingen	3	28
<b>6 Overige vorderingen op kredietinstellingen in het eurogebied, luidende in euro</b>	<b>3.763</b>	<b>729</b>
<b>7 Waardepapieren uitgegeven door ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro</b>	<b>70.244</b>	<b>54.466</b>
<b>8 Overheidsschuld, luidende in euro</b>	<b>41.317</b>	<b>42.686</b>
<b>9 Overige activa</b>	<b>120.479</b>	<b>109.365</b>
<b>Totaal activa</b>	<b>884.324</b>	<b>834.796</b>

Als gevolg van afronding kloppen de tellingen niet in alle gevallen.

## PASSIVA

31 DECEMBER  
200431 DECEMBER  
2003

<b>1</b>	<b>Bankbiljetten in omloop</b>	<b>501.256</b>	<b>436.128</b>
<b>2</b>	<b>Verplichtingen aan kredietinstellingen in het eurogebied uit hoofde van monetaire-beleidsmaatregelen, luidende in euro</b>	<b>138.735</b>	<b>147.328</b>
2.1	Rekeningen-courant (met inbegrip van reserveverplichtingen)	138.624	147.247
2.2	Depositofaciliteit	106	80
2.3	Termijndeposito's	0	0
2.4	"Fine-tuning"-transacties met wederinkoop	0	0
2.5	Deposito's uit hoofde van margestortingen	5	1
<b>3</b>	<b>Overige verplichtingen aan kredietinstellingen in het eurogebied, luidende in euro</b>	<b>126</b>	<b>257</b>
<b>4</b>	<b>Uitgegeven schuldbewijzen</b>	<b>0</b>	<b>1.054</b>
<b>5</b>	<b>Verplichtingen aan overige ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro</b>	<b>42.187</b>	<b>39.865</b>
5.1	Overheid	35.968	34.106
5.2	Overige verplichtingen	6.219	5.759
<b>6</b>	<b>Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro</b>	<b>10.912</b>	<b>10.279</b>
<b>7</b>	<b>Verplichtingen aan ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta</b>	<b>247</b>	<b>499</b>
<b>8</b>	<b>Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta</b>	<b>10.679</b>	<b>11.205</b>
8.1	Deposito's, tegoeden en overige verplichtingen	10.679	11.205
8.2	Verplichtingen uit hoofde van de kredietfaciliteit ingevolge het ERM-II	0	0
<b>9</b>	<b>Tegenwaarde toegewezen bijzondere trekkingsrechten in het IMF</b>	<b>5.573</b>	<b>5.761</b>
<b>10</b>	<b>Overige passiva</b>	<b>51.791</b>	<b>54.757</b>
<b>11</b>	<b>Herwaarderingsrekeningen</b>	<b>64.581</b>	<b>67.819</b>
<b>12</b>	<b>Kapitaal en reserves</b>	<b>58.237</b>	<b>59.844</b>
	<b>Totaal passiva</b>	<b>884.324</b>	<b>834.796</b>



# BIJLAGEN

## BIJLAGEN

### DOOR DE EUROPESE CENTRALE BANK VASTGESTELDE RECHTSINSTRUMENTEN

Onderstaand bevindt zich een opsomming van de rechtsinstrumenten die in 2004 en begin 2005 door de ECB zijn vastgesteld en in het Publicatieblad van de Europese Unie zijn opgenomen. Het Publicatieblad is verkrijgbaar bij het Bureau voor Officiële Publicaties der Europese Gemeenschappen. Voor een opsomming van alle rechtsinstrumenten die de ECB sedert haar oprichting heeft vastgesteld wordt verwezen naar de website van de ECB ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)).

Nummer	Titel	Publicatieblad
ECB/2004/1	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 13 februari 2004 tot wijziging van Richtsnoer ECB/2003/2 inzake bepaalde statistische rapportagevereisten van de Europese Centrale Bank en de rapportageprocedures voor statistische informatie van de nationale centrale banken met betrekking tot monetaire en bancaire statistieken	Pb L 83, 20/03/2004, blz. 29
ECB/2004/2	Besluit van de Europese Centrale Bank van 19 februari 2004 houdende goedkeuring van het reglement van orde van de Europese Centrale Bank	Pb L 80, 18/03/2004, blz. 33
ECB/2004/3	Besluit van de Europese Centrale Bank van 4 maart 2004 inzake de toegang van het publiek tot documenten van de Europese Centrale Bank	Pb L 80, 18/03/2004, blz. 42
ECB/2004/4	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 21 april 2004 tot wijziging van Richtsnoer ECB/2001/3 betreffende een geautomatiseerd trans-Europees real-time brutovereeningsstelsel (TARGET)	Pb L 205, 09/06/2004, blz. 1
ECB/2004/5	Besluit van de Europese Centrale Bank van 22 april 2004 inzake het procentuele aandeel van de nationale centrale banken in de verdeelsleutel voor de inschrijving op het kapitaal van de Europese Centrale Bank	Pb L 205, 09/06/2004, blz. 5
ECB/2004/6	Besluit van de Europese Centrale Bank van 22 april 2004 betreffende de maatregelen die nodig zijn voor de volstorting van het kapitaal van de Europese Centrale Bank door de nationale centrale banken van de deelnemende lidstaten	Pb L 205, 09/06/2004, blz. 7
ECB/2004/7	Besluit van de Europese Centrale Bank van 22 april 2004 betreffende de modaliteiten en de voorwaarden voor de overdracht van aandelen in het kapitaal van de Europese Centrale Bank tussen de nationale centrale banken en de aanpassing van het gestorte kapitaal	Pb L 205, 09/06/2004, blz. 9

Nummer	Titel	Publicatieblad
ECB/2004/8	Besluit van de Europese Centrale Bank van 22 april 2004 betreffende de maatregelen die nodig zijn voor de bijdrage aan het geaccumuleerde eigen vermogen van de Europese Centrale Bank, voor de aanpassing van de vorderingen ter grootte van de overgedragen externe reserves, en voor daarmee samenhangende financiële aangelegenheden	Pb L 205, 09/06/2004, blz. 13
ECB/2004/9	Besluit van de Europese Centrale Bank van 22 april 2004 houdende wijziging van Besluit ECB/2001/15 van 6 december 2001 betreffende de uitgifte van eurobankbiljetten	Pb L 205, 09/06/2004, blz. 17
ECB/2004/10	Besluit van de Europese Centrale Bank van 23 april 2004 betreffende de maatregelen die nodig zijn voor de volstorting van het kapitaal van de Europese Centrale Bank door de nationale centrale banken van de niet-deelnemende lidstaten	Pb L 205, 09/06/2004, blz. 19
ECB/2004/11	Besluit van de Europese Centrale Bank van 3 juni 2004 betreffende de voorwaarden voor en de wijze van uitvoering van onderzoeken binnen de Europese Centrale Bank, door het Europees Bureau voor fraudebestrijding, op het gebied van de bestrijding van fraude, corruptie en elke andere onwettige activiteit waardoor de financiële belangen van de Europese Gemeenschappen worden geschaad en tot wijziging van de arbeidsvoorwaarden voor het personeel van de Europese Centrale Bank	Pb L 230, 30/06/2004, blz. 56
ECB/2004/12	Besluit van de Europese Centrale Bank van 17 juni 2004 houdende goedkeuring van het reglement van orde van de Algemene Raad van de Europese Centrale Bank	Pb L 230, 30/06/2004, blz. 61
ECB/2004/13	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 1 juli 2004 betreffende beheersdiensten inzake in euro luidende reserves die het Eurosysteem verleent aan centrale banken van derde landen, aan derde landen en aan internationale organisaties	Pb L 241, 13/07/2004, blz. 68
ECB/2004/14	Beschikking van de Europese Centrale Bank van 9 juli 2004 tot wijziging van Beschikking ECB/2003/15 inzake de goedkeuring met betrekking tot de omvang van de muntenuitgifte in 2004	Pb L 248, 22/07/2004, blz. 14
ECB/2004/15	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 16 juli 2004 betreffende de statistische rapportagevereisten van de Europese Centrale Bank met betrekking tot betalingsbalansstatistieken en statistieken betreffende de internationale investeringspositie en het template van de internationale reserves	Pb L 354, 30/11/2004, blz. 34



Nummer	Titel	Publicatieblad
ECB/2004/16	Aanbeveling van de Europese Centrale Bank van 16 juli 2004 betreffende de statistische rapportagevereisten van de Europese Centrale Bank met betrekking tot betalingsbalansstatistieken en statistieken betreffende de internationale investeringspositie en het template van de internationale reserves	Pb C 292, 30/11/2004, blz. 21
ECB/2004/17	Aanbeveling van de Europese Centrale Bank van 30 juli 2004 aan de Raad van de Europese Unie betreffende de externe accountant van de Banca d'Italia	Pb C 202, 10/08/2004, blz. 1
ECB/2004/18	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 16 september 2004 inzake de aanbesteding van eurobankbiljetten	Pb L 320, 21/10/2004, blz. 21
ECB/2004/19	Beschikking van de Europese Centrale Bank van 14 december 2004 inzake de goedkeuring met betrekking tot de omvang van de muntenuitgifte in 2005	Pb L 379, 24/12/2004, blz. 107
ECB/2004/20	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 16 december 2004 tot wijziging van Richtsnoer ECB/2004/13 betreffende beheersdiensten inzake in euro luidende reserves die het Euro-systeem verleent aan centrale banken van derde landen, aan derde landen en aan internationale organisaties	Pb L 385, 29/12/2004, blz. 85
ECB/2004/21	Verordening (EG) Nr. 2181/2004 van de Europese Centrale Bank van 16 december 2004 tot wijziging van Verordening (EG) nr. 2423/2001 (ECB/2001/13) met betrekking tot de geconsolideerde balans van de sector monetaire financiële instellingen en Verordening (EG) nr. 63/2002 (ECB/2001/18) 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 L 371, 18/12/2004, blz. 42
ECB/2005/1	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 21 januari 2005 tot wijziging van Richtsnoer ECB/2001/3 betreffende een geautomatiseerd trans-Europees real-time brutovereveningssysteem (Target)	Pb L 30, 03/02/2005, blz. 21
ECB/2005/2	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 3 februari 2005 tot wijziging van Richtsnoer ECB/2000/7 betreffende monetaire-beleidsinstrumenten en -procedures van het Euro-systeem	Nog niet gepubliceerd in het Publicatieblad
ECB/2005/3	Aanbeveling van de Europese Centrale Bank van 11 februari 2005 aan de Raad van de Europese Unie betreffende de externe accountant van de Banco de Portugal	Pb C 50, 26/02/2005, blz. 6

Nummer	Titel	Publicatieblad
ECB/2005/4	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 15 februari 2005 tot wijziging van Richtsnoer ECB/2003/2 inzake bepaalde statistische rapportagevereisten van de Europese Centrale Bank en de rapportageprocedures voor statistische informatie van de nationale centrale banken met betrekking tot monetaire en bancaire statistieken	Nog niet gepubliceerd
ECB/2005/5	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 17 februari 2005 inzake de statistische rapportageverplichtingen van de Europese Centrale Bank en de procedures voor het uitwisselen van statistische gegevens binnen het Europees Stelsel van centrale banken op het gebied van statistieken betreffende overheidsfinanciën	Nog niet gepubliceerd



## DOOR DE EUROPESE CENTRALE BANK UITGEBRACHTE ADVIEZEN

Onderstaand bevindt zich een opsomming van de adviezen die in 2004 en begin 2005 door de ECB zijn uitgebracht ingevolge artikel 105, lid 4 van het Verdrag en artikel 4 van de Statuten van het ESCB, artikel 112, lid 2b van het Verdrag en artikel 11.2 van de Statuten van het ESCB. Voor een opsomming van alle adviezen die de ECB sedert haar oprichting heeft uitgebracht wordt verwezen naar de website van de ECB ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)).

### (a) Adviezen van de ECB naar aanleiding van een raadpleging door een lidstaat<sup>1</sup>

Nummer <sup>2</sup>	Initiatiefnemer	Onderwerp
CON/2004/1	Finland	De financiële positie van Suomen Pankki en bepalingen betreffende haar bevoegdheid normen vast te stellen
CON/2004/2	Zweden	De rapportage van monetaire en bancaire statistieken door monetaire financiële instellingen
CON/2004/3	Luxemburg	De instelling van een specifiek wettelijk kader voor securitisatietransacties
CON/2004/5	Oostenrijk	Aanvullend toezicht binnen een financieel conglomeraat
CON/2004/6	Frankrijk	Dekking van door de Banque de France geleden wisselkoersverliezen
CON/2004/8	Frankrijk	Het wettelijk kader voor het opnieuw in omloop brengen van euromunten en eurobankbiljetten
CON/2004/9	België	Insolventie- en faillissementsprocedures bij krediet-, clearing- en beleggingsinstellingen
CON/2004/15	Frankrijk	Verhandelbare schuldbewijzen
CON/2004/16	Italië	De bescherming van spaartegoeden
CON/2004/17	Zweden	Oude bankbiljetten en munten die ophouden wettig betaalmiddel te zijn
CON/2004/18	Portugal	De reorganisatie en liquidatie van kredietinstellingen
CON/2004/20	Frankrijk	Inflatie-geïndexeerde leningen van kredietinstellingen
CON/2004/21	Nederland	Toezicht op de financiële sector
CON/2004/22	Frankrijk	Eigendomsoverdracht van financiële titels

<sup>1</sup> De door de ECB op verzoek van de nationale overheden uitgebrachte adviezen worden als regel zes maanden na vaststelling gepubliceerd op de website van de ECB; beleidsrelevante adviezen worden onmiddellijk gepubliceerd.

<sup>2</sup> De raadplegingen worden genummerd in de volgorde waarin de Raad van Bestuur van de ECB ze heeft vastgesteld.

Nummer <sup>2</sup>	Initiatiefnemer	Onderwerp
CON/2004/23	Duitsland	Statistische rapportagevereisten met betrekking tot grensoverschrijdende transacties tussen ingezetenen en niet-ingezetenen
CON/2004/24	Oostenrijk	Het verzamelen van statistieken betreffende in- en uitvoer van diensten
CON/2004/25	Estland	Regelgevende autoriteiten voor elektronisch geld
CON/2004/26	Oostenrijk	Betalingsbalansrapportage uitgezonderd diensten en overdrachten
CON/2004/27	België	Financiële onderpandsovereenkomsten
CON/2004/28	Zweden	De circulatie van bankbiljetten en munten
CON/2004/29	Malta	De vrijstelling van Malta van het stelsel van minimumreserves
CON/2004/30	Frankrijk	De voltooiing van het wettelijk kader voor securitisatiefondsen
CON/2004/31	Slowakije	Het toezicht op de financiële markt door Národná banka Slovenska
CON/2004/33	Hongarije	De statistische rapportagevereisten voor het informatiesysteem van de centrale bank
CON/2004/34	België	Wet tot invoering van een heffing op deviezentransacties
CON/2004/35	Hongarije	Het nemen van monetaire-beleidsbeslissingen
CON/2004/36	Tsjechië	Het programma van statistische enquêtes voor 2005
CON/2004/37	Tsjechië	De invoering van elektronisch-geldinstellingen
CON/2004/38	Denemarken	Het creëren van een specifiek wettelijk en toezichtskader voor hedgefondsen
CON/2004/39	Spanje	Een nieuwe beheerstructuur voor het verrekeningssysteem voor retailbetalingen
CON/2005/3	Hongarije	Het verwerken en distribueren van contant geld
CON/2005/5	Malta	De door de Central Bank of Malta gehanteerde statistische rapportagevereisten voor kredietinstellingen

**(b) Adviezen van de ECB naar aanleiding van een raadpleging door een Europese instelling<sup>3</sup>**

Nummer <sup>4</sup>	Initiatiefnemer	Onderwerp	Publicatieblad
CON/2004/4	Raad van de EU	De opstelling van niet-financiële kwartaalrekeningen per institutionele sector	Pb C 42, 18/02/2004, blz. 23
CON/2004/7	Raad van de EU	De instelling van een nieuwe comité-structuur voor financiële diensten	Pb C 58, 06/03/2004, blz. 23
CON/2004/10	Raad van de EU	De omrekeningskoersen tussen de euro en de munteenheden van de lidstaten die de euro aannemen	Pb C 88, 08/04/2004, blz. 20
CON/2004/11	Raad van de EU	De benoeming van een lid van de directie van de Europese Centrale Bank	Pb C 87, 07/04/2004, blz. 37
CON/2004/12	Raad van de EU	Overeenkomst over de monetaire betrekkingen met het Vorstendom Andorra	Pb C 88, 08/04/2004, blz. 18
CON/2004/13	Raad van de EU	Op euromunten lijkende medailles en penningen	Pb C 134, 12/05/2004, blz. 11
CON/2004/14	Raad van de EU	De berekening en indiening van gegevens over de driemaandelijke overheidsschuld	Pb C 134, 12/05/2004, blz. 14
CON/2004/19	Raad van de EU	Kortetermijnstatistieken	Pb C 158, 15/06/2004, blz. 3
CON/2004/32	Raad van de EU	Het openen van onderhandelingen betreffende een overeenkomst over monetaire betrekkingen met het Vorstendom Andorra	Pb C 256, 16/10/2004, blz. 9
CON/2005/2	Raad van de EU	Voorkoming van het gebruik van het financiële stelsel voor het witwassen van geld, met inbegrip van terrorismefinanciering	Pb C 40, 17/02/2005, blz. 9
CON/2005/4	Raad van de EU	Raamwerk voor de kapitaaltoereikendheid voor krediet- en beleggingsinstellingen	Pb C 52, 02/03/2005, blz. 37

<sup>3</sup> Gepubliceerd op de website van de ECB.

<sup>4</sup> De raadplegingen worden genummerd in de volgorde waarin de Raad van Bestuur van de ECB ze heeft vastgesteld.



# PUBLICATIES VAN DE EUROPESE CENTRALE BANK SINDS JANUARI 2004

De volgende lijst bevat een selectie uit de door de Europese Centrale Bank sinds januari 2004 gepubliceerde documenten. De lijst bevat alleen Working Papers die in de periode december 2004 - februari 2005 gepubliceerd zijn. De publicaties zijn gratis verkrijgbaar bij de Afdeling Pers en Informatie. Lezers wordt verzocht schriftelijke verzoeken daartoe te richten aan het postadres op de achterzijde van het titelblad.

Een volledige lijst publicaties van de Europese Centrale Bank en het Europees Monetair Instituut is te vinden op de website van de ECB (<http://www.ecb.int>).

## JAARVERSLAG

“Jaarverslag 2003”, april 2004.

## ARTIKELEN IN HET MAANDBERICHT

- “De EMU en de tenuitvoerlegging van begrotingsbeleid”, januari 2004.
- “Enquêtes met betrekking tot de bedrijvigheid, de prijzen en de arbeidsmarktontwikkelingen in het eurogebied: kenmerken en toepassingen”, januari 2004.
- “De winstontwikkeling in het eurogebied: meting en analyse”, januari 2004.
- “De economieën van de toetredingslanden op de drempel van de Europese Unie”, februari 2004.
- “De invloed van *fair value accounting* op het Europese bankwezen – vanuit het oogpunt van financiële stabiliteit”, februari 2004.
- “Ontwikkelingen in de financiële balans van de particuliere sector in het eurogebied en de Verenigde Staten”, februari 2004.
- “Fiscal policy influences on macroeconomic stability and prices”, april 2004.
- “Future developments in the TARGET system”, april 2004.
- “The Barcelona partner countries and their relations with the euro area”, april 2004.
- “The EU economy following the accession of the new Member States”, mei 2004.
- “The natural real interest rate in the euro area”, mei 2004.
- “Risk mitigation methods in Eurosystem credit operations”, mei 2004.
- “Labour productivity developments in the euro area: aggregate trends and sectoral patterns”, juli 2004.
- “Accounting for the resilience of the EU banking sector since 2000”, juli 2004.
- “The European Constitution and the ECB”, augustus 2004.
- “Properties and use of general government quarterly accounts”, augustus 2004.
- “Euro banknotes: first years of experience”, augustus 2004.
- “Monetary analysis in real time”, oktober 2004.
- “Economic integration in selected regions outside the European Union”, oktober 2004.
- “Oil prices and the euro area economy”, november 2004.
- “Extracting information from financial asset prices”, november 2004.
- “Developments in the EU framework for financial regulation, supervision and stability”, november 2004.
- “The new Basel Capital Accord: main features and implications” januari 2005.
- “Financial flows to emerging market economies: changing patterns and recent developments”, januari 2005.
- “Bank market discipline”, februari 2005.
- “Initial experience with the changes to the Eurosystem’s operational framework for monetary policy implementation”, februari 2005.
- “Euro area balance of payments and international investment position vis-à-vis main counterparts”, februari 2005.



## STATISTICS POCKET BOOK

Sinds augustus 2003 maandelijks beschikbaar.

## OCCASIONAL PAPER SERIES

- 9 “Fiscal adjustment in 1991-2002: stylised facts and policy implications” door M. G. Briotti, februari 2004.
- 10 “The acceding countries’ strategies towards ERM II and the adoption of the euro: an analytical review” door een groep medewerkers onder leiding van P. Backé en C. Thimann, o.a. bestaande uit O. Arratibel, O. Calvo-Gonzalez, A. Mehl en C. Nerlich, februari 2004.
- 11 “Official dollarisation/euroisation: motives, features and policy implications of current cases” door A. Winkler, F. Mazzaferro, C. Nerlich en C. Thimann, februari 2004.
- 12 “Understanding the impact of the external dimension on the euro area: trade, capital flows and other international macroeconomic linkages” door R. Anderton, F. di Mauro en F. Moneta, april 2004.
- 13 “Fair value accounting and financial stability” door een groep medewerkers onder leiding van A. Enria, o.a. bestaande uit L. Cappiello, F. Dierick, S. Grittini, A. Maddaloni, P. Molitor, F. Pires en P. Poloni, april 2004.
- 14 “Measuring financial integration in the euro area” door L. Baele, A. Ferrando, P. Hördahl, E. Krylova en C. Monnet, april 2004.
- 15 “Quality adjustment of European price statistics and the role for hedonics” door H. Ahnert en G. Kenny, mei 2004.
- 16 “Market dynamics associated with credit ratings: a literature review” door F. Gonzalez, F. Haas, R. Johannes, M. Persson, L. Toledo, R. Violi, M. Wieland en C. Zins, juni 2004.
- 17 “Corporate ‘excesses’ and financial market dynamics” door A. Maddaloni en D. Pain, juli 2004.
- 18 “The international role of the euro: evidence from bonds issued by non-euro area residents” door A. Geis, A. Mehl en S. Wredenberg, juli 2004.
- 19 “Sectoral specialisation in the EU: a macroeconomic perspective” door een werkgroep van het Comité voor het monetaire beleid van het ESCB, juli 2004.
- 20 “The supervision of mixed financial services groups in Europe” door F. Dierick, augustus 2004.
- 21 “Governance of securities clearing and settlement systems” door D. Russo, T. Hart, M. C. Malaguti en C. Papathanassiou, oktober 2004.
- 22 “Assessing potential output growth in the euro area – a growth accounting perspective” door A. Musso en T. Westermann, januari 2005.
- 23 “The bank lending survey for the euro area” door J. Berg, A. Van Rixtel, A. Ferrando, G. de Bondt en S. Scopel, februari 2005.
- 24 “Wage diversity in the euro area – an overview of labour cost differentials across industries” door V. Genre, D. Momferatou en G. Mourre, februari 2005.

## WORKING PAPER SERIES

- 419 “The design of fiscal rules and forms of governance in European Union countries” door M. Hallerberg, R. Strauch en J. von Hagen, december 2004.
- 420 “On prosperity and posterity: the need for fiscal discipline in a monetary union” door C. Detken, V. Gaspar en B. Winkler, december 2004.
- 421 “EU fiscal rules: issues and lessons from political economy” door L. Schuknecht, december 2004.

- 422 “What determines fiscal balances? An empirical investigation in determinants of changes in OECD budget balances” door M. Tujula en G. Wolswijk, december 2004.
- 423 “Price setting in France: new evidence from survey data” door C. Loupias en R. Ricart, december 2004.
- 424 “An empirical study of liquidity and information effects of order flow on exchange rates” door F. Breedon en P. Vitale, december 2004.
- 425 “Geographic versus industry diversification: constraints matter” door P. Ehling en S. Brito Ramos, januari 2005.
- 426 “Security fungibility and the cost of capital: evidence from global bonds” door D. P. Miller en J. J. Puthenpurackal, januari 2005.
- 427 “Interlinking securities settlement systems: a strategic commitment?” door K. Kauko, januari 2005.
- 428 “Who benefits from IPO underpricing? Evidence from hybrid bookbuilding offerings” door V. Pons-Sanz, januari 2005.
- 429 “Cross-border diversification in bank asset portfolios” door C. M. Buch, J. C. Driscoll en C. Ostergaard, januari 2005.
- 430 “Public policy and the creation of active venture capital markets” door M. Da Rin, G. Nicodano en A. Sembenelli, januari 2005.
- 431 “Regulation of multinational banks: a theoretical inquiry” door G. Calzolari en G. Loranth, januari 2005.
- 432 “Trading European sovereign bonds: the microstructure of the MTS trading platforms” door Y. Chung Cheung, F. de Jong en B. Rindi, januari 2005.
- 433 “Implementing the Stability and Growth Pact: enforcement and procedural flexibility” door R. Beetsma en X. Debrun, januari 2005.
- 434 “Interest rates and output in the long run” door Y. Aksoy en M. León-Ledesma, januari 2005.
- 435 “Reforming public expenditure in industrialised countries: are there trade-offs?” door L. Schuknecht en V. Tanzi, februari 2005.
- 436 “Measuring market and inflation risk premia in France and in Germany” door L. Cappiello en S. Guéné, februari 2005.
- 437 “What drives international bank flows? Politics, institutions and other determinants” door E. Papaioannou, februari 2005.
- 438 “Quality of public finances and growth” door A. Afonso, W. Ebert, L. Schuknecht en M. Thöne, februari 2005.
- 439 “A look at intraday frictions in the euro area overnight deposit market” door V. Brousseau en A. Manzanares, februari 2005.
- 440 “Estimating and analysing currency options’ implied risk-neutral density functions for the largest new EU Member States” door O. Castrén, februari 2005.
- 441 “The Phillips curve and long-term unemployment” door R. Llaudes, februari 2005.
- 442 “Why do financial systems differ? History matters” door C. Monnet en E. Quintin, februari 2005.
- 443 “Explaining cross-border large-value payment flows: evidence from TARGET and EURO 1 data” door S. Rosati en S. Secola, februari 2005.
- 444 “Keeping up with the Joneses, reference dependence, and equilibrium indeterminacy” door L. Stracca en A. al-Nowaihi, februari 2005.
- 445 “Welfare implications of joining a common currency” door M. Ca’Zorzi, R. A. De Santis en F. Zampolli, februari 2005.
- 446 “Trade effects of the euro: evidence from sectoral data” door R. E. Baldwin, F. Skudelny en D. Taglioni, februari 2005.

447 “Foreign exchange option and returns-based correlation forecasts: evaluation and two applications” door O. Castrén en S. Mazzotta, februari 2005.

#### OVERIGE PUBLICATIES

“Beoordeling van de effectenafwikkelingssystemen van de toetredende landen aan de hand van de standaarden bij het gebruik van effectenvereveningssystemen voor krediettransacties van het Eurosysteem”, januari 2004.

“The monetary policy of the ECB”, januari 2004.

“De uitvoering van het monetaire beleid in het eurogebied: Algemene documentatie inzake de monetaire-beleidsinstrumenten en -procedures van het Eurosysteem”, februari 2004.

“Guidance notes on the MFI balance sheet statistics relating to EU enlargement as laid down in Regulation ECB/2003/10”, februari 2004.

“Comments on the communication from the Commission to the Council and the European Parliament concerning a new legal framework for payments in the internal market (consultative document)”, februari 2004.

“Foreign direct investment task force report”, maart 2004.

“External evaluation of the economic research activities of the European Central Bank”, april 2004.

“Payment and securities settlement systems in the accession countries – Addendum incorporating 2002 figures” (“Blue Book”), april 2004.

“Payment and securities settlement systems in the European Union – Addendum incorporating 2002 figures” (“Blue Book”), april 2004.

“TARGET-compensatieregeling – claimformulier”, april 2004.

“Letter from the ECB President to the President of the Council of the European Union: negotiations on the draft Treaty establishing a Constitution for Europe”, april 2004.

“The use of Central bank money for settling securities transactions”, mei 2004.

“TARGET Annual Report 2003”, mei 2004.

“Assessment of euro large-value payment systems against the Core Principles”, mei 2004.

“Credit risk transfer by EU banks: activities, risks and risk management”, mei 2004.

“Risk management for central bank foreign reserves”, mei 2004.

“Comparison of household saving ratios, euro area/United States/Japan”, juni 2004.

“The development of statistics for Economic and Monetary Union” door P. Bull, juli 2004.

“ECB staff macroeconomic projections for the euro area”, september 2004.

“Letter from the ECB President to the Chairman of the International Accounting Standards Board of 6 September 2004: Exposure draft of proposed amendments to IAS 39 – the fair value option”, september 2004.

“Institutionele bepalingen: Statuten van het ESCB en van de ECB; Reglement van orde”, oktober 2004.

“Convergentieverslag 2004”, oktober 2004.

“Standards for securities clearing and settlement in the European Union”, oktober 2004.

“The European Central Bank – History, role and functions”, oktober 2004.

“E-payments without frontiers”, oktober 2004.

“European Union balance of payments/international investment position statistical methods”, november 2004.

“Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in accession countries”, november 2004.

“Report on EU banking structure”, november 2004.

“EU banking sector stability 2004”, november 2004.

“Letter from the ECB President to the President of the European Parliament”, november 2004.  
“Letter from the ECB President to Mr Paolo Cirino Pomicino, Member of the Committee on Economic and Foreign Affairs”, november 2004.  
“Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area”, december 2004.  
“Naar een gemeenschappelijk eurobetalingsgebied – het derde voortgangsverslag”, december 2004.  
“The euro bond market study 2004”, december 2004.  
“Financial Stability Review”, december 2004.  
“Review of the requirements in the field of general economic statistics”, december 2004.  
“Research network on capital markets and financial integration in Europe – results and experience after two days”, december 2004.  
“Het recirculeren van eurobankbiljetten: kader voor de detectie van vervalsingen en voor de sortering op fitness door kredietinstellingen en andere professionele geldverwerkers”, januari 2005.  
“Review of the international role of the euro”, januari 2005.  
“Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report”, januari 2005.  
“Banking structures in the new EU Member States”, januari 2005.  
“Voortgangsverslag betreffende TARGET2”, februari 2005.  
“De uitvoering van het monetaire beleid in het eurogebied: Algemene documentatie inzake de monetaire-beleidsinstrumenten en -procedures van het Eurosysteem”, februari 2005.  
“Review of the application of the Lamfalussy framework to EU securities markets legislation”, februari 2005.  
“Payment and securities settlement systems in the European Union – Addendum incorporating 2003 figures” (“Blue Book”), februari 2005.

## **BROCHURES**

“Information Guide for credit institutions using TARGET”, juli 2003.  
“TARGET2 – the future TARGET system”, september 2004.  
“TARGET – the current system”, september 2004.



# OVERZICHT VAN DE MONETAIRE- BELEIDSMATREGELEN VAN HET EUROSISTEEM<sup>1</sup>

## 8 JANUARI 2004

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de minimale inschrijvingsrente op de basisherfinancieringstransacties, de rente op de marginale beleningsfaciliteit en de rente op de depositofaciliteit onveranderd te laten op respectievelijk 2,0%, 3,0% en 1,0%.

## 12 JANUARI 2004

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de toewijzing voor elk van de in 2004 af te sluiten langerlopende herfinancieringstransacties te verhogen van EUR 15 miljard tot EUR 25 miljard. In dit verhoogde bedrag is rekening gehouden met de in 2004 verwachte grotere liquiditeitsbehoefte van het bankwezen in het eurogebied. Het Eurosysteem zal echter door middel van basisherfinancieringstransacties in het grootste deel van die behoefte blijven voorzien. De Raad van Bestuur kan begin 2005 besluiten het toewijzingsbedrag opnieuw aan te passen.

## 5 FEBRUARI, 4 MAART 2004

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de minimale inschrijvingsrente op de basisherfinancieringstransacties, de rente op de marginale beleningsfaciliteit en de rente op de depositofaciliteit onveranderd te laten op respectievelijk 2,0%, 3,0% en 1,0%.

## 10 MAART 2004

Overeenkomstig het besluit van de Raad van Bestuur van 23 januari 2003 wordt de looptijd van de basisherfinancieringstransacties van het Eurosysteem verkort van twee weken tot één week, en zal de reserve-aanhoudingsperiode voor het Eurosysteem aanvangen op de dag van verrekening van de basisherfinancieringstransactie die plaatsvindt na de vergadering van de Raad van Bestuur waarin de maandelijks

beoordeling van de monetaire-beleidskoers is gepland, en niet op de 24ste dag van de maand.

## 1 APRIL, 6 MEI, 3 JUNI, 1 JULI, 5 AUGUSTUS, 2 SEPTEMBER, 7 OKTOBER, 4 NOVEMBER, 2 DECEMBER 2004 EN 13 JANUARI 2005

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de minimale inschrijvingsrente op de basisherfinancieringstransacties, de rente op de marginale beleningsfaciliteit en de rente op de depositofaciliteit onveranderd te laten op respectievelijk 2,0%, 3,0% en 1,0%.

## 14 JANUARI 2005

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de toewijzing voor elk van de in 2005 af te sluiten langerlopende herfinancieringstransacties te verhogen van EUR 25 miljard tot EUR 30 miljard. In dit verhoogde bedrag is rekening gehouden met de voor 2005 verwachte grotere liquiditeitsbehoefte van het bankwezen in het eurogebied. Het Eurosysteem zal echter door middel van basisherfinancieringstransacties in het grootste deel van die behoefte blijven voorzien. De Raad van Bestuur kan begin 2006 besluiten het toewijzingsbedrag opnieuw aan te passen.

## 3 FEBRUARI, 3 MAART 2005

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de minimale inschrijvingsrente op de basisherfinancieringstransacties, de rente op de marginale beleningsfaciliteit en de rente op de depositofaciliteit onveranderd te laten op respectievelijk 2,0%, 3,0% en 1,0%.

<sup>1</sup> Voor een overzicht van de monetaire-beleidsmaatregelen van het Eurosysteem tussen 1999 en 2003 wordt respectievelijk verwezen naar pagina's 176 tot 180 van het ECB Jaarverslag 1999, naar pagina's 205 tot 208 van het ECB Jaarverslag 2000, naar pagina's 219 en 220 van het ECB Jaarverslag 2001, naar pagina's 234 en 235 van het ECB Jaarverslag 2002 en naar pagina's 217 en 218 van het ECB Jaarverslag 2003.



## LIJST VAN TERMEN

*Deze lijst bevat een selectie van termen die worden gebruikt in het Jaarverslag. Een meer uitgebreide en gedetailleerde terminologielijst is te vinden op de website van de ECB.*

**Aandelen:** effecten die de eigendom van een deelbewijs in een vennootschap vertegenwoordigen. Ze omvatten op beurzen verhandelde aandelen (genoteerde aandelen), niet-genoteerde aandelen en andere vormen van aandelen. Doorgaans genereren aandelen inkomsten in de vorm van dividenden.

**Aandelenmarkt:** de markt waarin **aandelen** worden uitgegeven en verhandeld.

**Aanhoudingsperiode:** periode waarover de nakoming van de **reserveverplichtingen** door **kredietinstellingen** wordt berekend. Sedert 10 maart 2004 begint de aanhoudingsperiode op de verrekeningsdatum van de eerste **basis-herfinancieringstransactie** die volgt op de vergadering van de **Raad van Bestuur** waarin de maandelijkse beoordeling van de monetaire-beleidskoers is gepland. Ten minste drie maanden vóór het begin van het jaar publiceert de **Europese Centrale Bank** een kalender van de reserve-aanhoudingsperiodes.

**Algemene overheid:** volgens de definitie van het **Europees Systeem van Rekeningen 1995** bestaat deze sector uit ingezeten entiteiten die zich in hoofdzaak bezighouden met de productie van niet-marktgoederen en -diensten bestemd voor individueel of collectief gebruik en/of de herverdeling van het nationale inkomen en het nationale vermogen. De sector omvat de centrale overheid, de deelstaatoverheid, de lagere overheid, alsook de sociale-verzekeringsinstellingen. Entiteiten in overheidshanden die commerciële transacties uitvoeren, zoals overheidsbedrijven, worden niet tot de algemene overheid gerekend.

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

**Basis-herfinancieringstransactie:** een op regelmatige basis door het **Eurosysteem** uitgevoerde **open-markttransactie** in de vorm van **transacties met terugkoopverplichting**. Sedert 10 maart 2004 worden deze transacties uitgevoerd via een wekelijkse standaardtender en hebben ze normaliter een looptijd van een week.

**Basisrentetarieven van de ECB:** de door de **Raad van Bestuur** vastgestelde rentetarieven, die de monetaire-beleidskoers van de **Europese Centrale Bank** weerspiegelen. Het betreft de **minimale inschrijvingsrente** voor de **basis-herfinancieringstransacties**, de rente op de **marginale beleningsfaciliteit** en de rente op de **depositofaciliteit**.

**Beheer en controle (corporate governance):** procedures en processen waarmee een organisatie wordt bestuurd en gecontroleerd. De beheer- en controlestructuur bepaalt hoe de rechten en verantwoordelijkheden worden verdeeld over de verschillende deelnemers aan de organisatie – zoals de directie, managers, aandeelhouders en andere belanghebbenden – en omschrijft de regels en procedures voor de besluitvorming.



**Benchmark-portefeuille:** een referentieportefeuille of -index met betrekking tot investeringen die samengesteld is op grond van de doelstellingen inzake liquiditeit, risico en rendement van de investeringen. De benchmark-portefeuille kan dienst doen als vergelijkingsbasis voor het resultaat van de eigenlijke portefeuille.

**Betalingsbalans:** een statistisch overzicht waarin verslag wordt uitgebracht van de economische transacties van een economie met de rest van de wereld gedurende een specifieke periode. De betalingsbalans omvat de transacties inzake goederen, diensten en inkomens, transacties met betrekking tot financiële vorderingen op en verplichtingen aan de rest van de wereld en als overdrachten bestempelde transacties (zoals kwijtschelding van schuld).

**Centraal Effectendepositosysteem (CEDS):** een entiteit die effecten bewaart en beheert en die de girale verwerking van effectentransacties mogelijk maakt. Effecten kunnen worden aangehouden in een materiële (maar geïmmobiliseerde) vorm of in een gedematerialiseerde vorm (zodat ze enkel als elektronische boekingen bestaan). Naast de bewaarneming en het beheer van effecten, kan een CEDS clearing- en verrekeningsfuncties uitoefenen.

**Centrale overheid:** de overheid zoals ze in het **Europees Systeem van Rekeningen 1995** wordt gedefinieerd, maar met uitzondering van de deelstaatoverheid en de lagere overheid (zie ook **algemene overheid**).

**Centrale tegenpartij:** een entiteit die een plaats inneemt tussen de **tegenpartijen** bij transacties, door op te treden als koper voor iedere verkoper en als verkoper voor iedere koper.

**Depositofaciliteit:** een **permanente faciliteit** van het **Eurosysteem** die door **tegenpartijen** kan worden benut om bij een NCB girale deposito's te plaatsen tegen een tevoren vastgestelde rentevoet (zie ook **basisrentetarieven van de ECB**).

**Deviezenswap:** gelijktijdige contant- en termijntransacties, waarbij een valuta tegen een andere valuta wordt verhandeld.

**Directe investeringen:** grensoverschrijdende investeringen met het oog op het verwerven van een duurzaam belang in een in een andere economie ingezeten onderneming (in de praktijk wordt uitgegaan van een eigendom die overeenstemt met minstens 10% van de gewone aandelen of stemrechten).

**Directie:** een van de besluitvormende organen van de **Europese Centrale Bank (ECB)**. De Directie bestaat uit de President en de Vice-President van de ECB en vier overige leden die in onderlinge overeenstemming worden benoemd door de staatshoofden en regeringsleiders van de landen die op de euro zijn overgegaan.

**Ecofin-Raad:** de vergadering van de EU-Raad in de samenstelling van de Ministers van Economische Zaken en Financiën.

**Economisch en Financieel Comité (EFC):** een communautair overlegorgaan dat meewerkt aan de voorbereiding van de werkzaamheden van de EU-Raad. De taken van het EFC omvatten het volgen van de economische en financiële toestand van de lidstaten en de Gemeenschap, alsook het toezicht op de begroting.

**Economische analyse:** een van de pijlers van het kader van de **Europese Centrale Bank** voor een uitgebreide analyse van de risico's voor de **prijsstabiliteit**, die ten grondslag ligt aan de monetaire-beleidsbeslissingen van de **Raad van Bestuur**. De economische analyse richt zich primair op de beoordeling van de huidige economische en financiële ontwikkelingen en de daaruit voortvloeiende korte- tot middellange-termijnrisico's voor de prijsstabiliteit vanuit het perspectief van de wisselwerking tussen vraag en aanbod in de goederen-, diensten- en factormarkten tot die tijds-horizons. In dit opzicht wordt gepaste aandacht besteed aan de noodzaak om de aard van de schokken die de economie beïnvloeden in kaart te brengen, alsmede aan hun effecten op het beloop van kosten en prijzen en aan de korte- tot middellange-termijnvooruitzichten voor hun doorwerking in de economie (zie ook **monetaire analyse**).

**Economische en Monetaire Unie (EMU):** het **Verdrag** beschrijft het proces dat in drie fasen moet leiden tot de EMU in de EU. De derde en laatste fase ging van start op 1 januari 1999 met de overdracht van de monetaire bevoegdheden aan de **Europese Centrale Bank** en de invoering van de euro. De vorming van de EMU werd voltooid met de overgang naar de chartale euro op 1 januari 2002.

**Effectenafwikkelingssysteem:** systeem dat het aanhouden en de overdracht van effecten mogelijk maakt, hetzij gratis, hetzij tegen betaling (levering tegen betaling) of tegen een ander activum (levering tegen levering). Het omvat alle institutionele en technische regelingen voor de afwikkeling van effectentransacties en de bewaarneming van effecten. Het systeem kan werken op basis van real-time brutoverrekening, bruto- of nettoverrekening. Met behulp van een afwikkelingssysteem kunnen de verplichtingen van de deelnemers worden berekend (clearing).

**Effectenverkeer:** nettotransacties en/of -posities van ingezetenen van het **eurogebied** in door niet-ingezetenen van het eurogebied uitgegeven effecten ("activa") en nettotransacties en/of -posities van niet-ingezetenen in door ingezetenen van het eurogebied uitgegeven effecten ("passiva"). Het betreft aandelen en **schuldbewijzen** (obligaties en notes, en **geldmarktinstrumenten**), met uitzondering van de bedragen die worden geregistreerd in **directe investeringen** of externe reserves.

**Effectieve wisselkoersen van de euro (nominaal/reëel):** gewogen gemiddelden van bilaterale wisselkoersen van de euro ten opzichte van de valuta's van de belangrijke handelspartners van het **eurogebied**. De **Europese Centrale Bank** publiceert indices van de nominale effectieve wisselkoers van de euro in vergelijking met twee groepen van handelspartners: een groep van 23 handelspartners (die bestaat uit de 13 niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten en 10 belangrijke handelspartners buiten de EU) en een groep van 42 handelspartners (die de groep van 23 handelspartners plus 19 andere landen omvat). De gebruikte gewichten weerspiegelen het aandeel van elk partnerland in de handel van het eurogebied en vertegenwoordigen de concurrentie op derde markten. Reële effectieve wisselkoersen zijn nominale effectieve wisselkoersen gedefleerd aan de hand van het gewogen gemiddelde van het verschil tussen binnen- en buitenlandse prijzen of kosten. Zij zijn dan ook een maatstaf voor het prijs- en kostenconcurrentievermogen.

**EONIA (euro overnight index average):** een maatstaf voor de effectieve rente die van toepassing is op de interbancaire eurodaggeldmarkt. EONIA wordt berekend als een gewogen gemiddelde van de rente over in euro luidende kortlopende leningen zonder onderpand, zoals meegedeeld door een groep van deelnemende banken.

**ERM II (exchange rate mechanism II):** het wisselkoersstelsel dat het kader vormt voor samenwerking op het gebied van wisselkoersbeleid tussen de landen van het **eurogebied** en de EU-lidstaten die niet deelnemen aan de derde fase van de **Economische en Monetaire Unie**.

**EURIBOR (euro interbank offered rate):** 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 verschillende looptijden van ten hoogste twaalf maanden.

**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, Spanje, Frankrijk, Ierland, Italië, Luxemburg, Nederland, Oostenrijk, Portugal en Finland.

**Europees Monetair Instituut (EMI):** een tijdelijke instelling, opgericht bij de aanvang van de tweede fase van de **Economische en Monetaire Unie** op 1 januari 1994. Op 1 juni 1998, bij de oprichting van de **Europese Centrale Bank**, werd het EMI ontbonden.

**Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB):** bestaat uit de **Europese Centrale Bank (ECB)** en de NCB's van alle 25 EU-lidstaten, dat wil zeggen dat het naast de leden van het **Eurosysteem** de NCB's omvat van die lidstaten die nog niet aan de euro deelnemen. Het ESCB wordt bestuurd door de **Raad van Bestuur** en de **Directie** van de ECB en een derde besluitvormend orgaan van de ECB, de **Algemene Raad**.

**Europees Systeem van Rekeningen 1995 (ESR 1995):** een stelsel van uniforme statistische definities en classificaties dat tot doel heeft een geharmoniseerde kwantitatieve beschrijving tot stand te brengen van de economieën van de EU-lidstaten. Het ESR 1995 is de communautaire versie van het mondiale Stelsel van Nationale Rekeningen 1993 (SNA 93).

**Europese Centrale Bank (ECB):** de ECB bevindt zich in het centrum van het **Eurosysteem** en het **Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB)** en bezit rechtspersoonlijkheid ingevolge de communautaire regelgeving. Ze ziet erop toe dat de aan het Eurosysteem en het ESCB toevertrouwde taken worden uitgevoerd door middel van haar eigen werkzaamheden of door die van de NCB's, zoals voorzien in de Statuten van het ESCB. De ECB wordt bestuurd door de **Raad van Bestuur**, de **Directie** en een derde besluitvormend orgaan, de **Algemene Raad**.

**Eurosysteem:** het centrale-bankstelsel van het **eurogebied**. Het omvat de **Europese Centrale Bank** en de NCB's van die lidstaten welke in de derde fase van de **Economische en Monetaire Unie** de euro hebben ingevoerd.

**“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.

**Geconsolideerde balans van de MFI-sector:** wordt verkregen door het salderen van de onderlinge MFI-posities (bijvoorbeeld onderlinge MFI-leningen en deposito's) op de geaggregeerde balans van de MFI's. Ze verschaft statistische informatie over de activa en passiva van de MFI-sector ten aanzien 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. Het is de belangrijkste statistische bron voor de berekening van de monetaire aggregaten en vormt de basis voor de regelmatige analyse van de tegenposten van **M3**.

**Geharmoniseerde consumptieprijsindex (HICP):** een maatstaf van de consumptieprijsen die wordt samengesteld door Eurostat en voor alle EU-lidstaten geharmoniseerd is.

**Geldmarkt:** de markt waarin korte-termijngelden worden opgehaald, belegd en verhandeld met behulp van instrumenten die gewoonlijk een oorspronkelijke looptijd van ten hoogste een jaar hebben.

**Impliciete volatiliteit:** een maatstaf van de verwachte volatiliteit (standaardafwijking in termen van de procentuele veranderingen per jaar) van de prijzen van, bijvoorbeeld, obligaties en aandelen (of van de overeenkomstige futures-contracten), die kan worden afgeleid uit de prijzen voor **opties**.

**Internationale investeringspositie (i.i.p.):** de waarde en samenstelling van de uitstaande netto financiële vorderingen (of netto financiële verplichtingen) van een economie ten opzichte van de rest van de wereld.

**Kredietinstelling:** (i) een onderneming waarvan de werkzaamheden bestaan in het van het publiek in ontvangst nemen van deposito's of van andere opvorderbare gelden en het verlenen van kredieten voor eigen rekening, of (ii) een niet onder (i) ressorterende onderneming of elke andere rechtspersoon die betaalmiddelen in de vorm van elektronisch geld uitgeeft.

**Kredietrisico:** het risico dat een **tegenpartij** een verplichting niet volledig zal nakomen, hetzij op de vervaldag hetzij op enig later tijdstip. Het kredietrisico omvat de risico's betreffende de vervangingskosten en de hoofdsom, alsook het risico dat de verrekenende bank in gebreke blijft.

**Kredietverlening van MFI's aan ingezetenen van het eurogebied:** kredieten van MFI's aan niet tot de MFI-sector behorende ingezetenen van het **eurogebied** (met inbegrip van de **algemene overheid** en de particuliere sector) en door MFI's aangehouden effecten (aandelen, andere deelbewijzen en **schuldbewijzen**), uitgegeven door niet tot de MFI-sector behorende ingezetenen van het eurogebied.

**Langerlopende financiële passiva van de MFI's:** deposito's met een vaste looptijd van meer dan twee jaar, deposito's met een opzegtermijn van meer dan drie maanden, door MFI's in het **eurogebied** uitgegeven **schuldbewijzen** met een oorspronkelijke looptijd van meer dan twee jaar, en het kapitaal en de reserves van de MFI-sector in het eurogebied.

**Langerlopende herfinancieringstransactie:** een op regelmatige basis door het **Eurosysteem** uitgevoerde **open-markttransactie** in de vorm van **transacties met terugkoopverplichting**. Dergelijke transacties worden uitgevoerd via een maandelijkse standaardtender en hebben normaliter een looptijd van drie maanden.

**Liquiditeitsrisico:** het risico dat een **tegenpartij** een verplichting niet volledig zal nakomen op de vervaldag, maar op een niet nader omschreven latere datum.

**M1:** eng monetair aggregaat, dat de geldomloop omvat plus de bij **MFI's** en de **centrale overheid** (bijvoorbeeld de Post of de Schatkist) aangehouden girale deposito's.

**M2:** het intermediaire monetaire aggregaat M2 omvat **M1** en deposito's met een opzegtermijn van ten hoogste drie maanden (kortlopende spaardeposito's) en bij de **MFI's** en de **centrale overheid** aangehouden deposito's met een vaste looptijd van ten hoogste twee jaar (kortlopende termijndeposito's).

**M3:** het ruime monetaire aggregaat M3 bestaat uit **M2** en verhandelbare instrumenten, voornamelijk **repo-overeenkomsten**, aandelen/participaties in **geldmarkt**fondsen en **schuldbewijzen** met een looptijd van ten hoogste twee jaar die door de **MFI's** zijn uitgegeven.

**Marginale beleningsfaciliteit:** een **permanente faciliteit** van het **Eurosysteem** die door **tegenpartijen** kan worden benut om van een NCB krediet tot de volgende ochtend te verkrijgen tegen een tevoren vastgestelde rentevoet (zie ook **basisrentetarieven van de ECB**).

**MFI's (monetaire financiële instellingen):** financiële instellingen die samen de gelduitgevende sector van het **eurogebied** uitmaken. Ze omvatten de **Europese Centrale Bank**, de NCB's van de eurolanden en de in het eurogebied gevestigde **kredietinstellingen** en **geldmarkt**fondsen.

**MFI-rentetarieven:** de rentevoeten die door ingezeten **MFI's**, met uitzondering van centrale banken en **geldmarkt**fondsen, worden toegepast op in euro luidende deposito's en leningen ten opzichte van in de landen van het **eurogebied** ingezeten huishoudens en niet-financiële ondernemingen.

**Minimale inschrijvingsrente:** de laagste rentevoet waartegen de **tegenpartijen** mogen inschrijven op variabele-rentetenders voor de **basis-herfinancieringstransacties**. Dit is een van de **basis-rentetarieven van de ECB** die de monetaire-beleidskoers weerspiegelen.

**Monetair inkomen:** het inkomen dat de NCB's bij de uitoefening van de monetaire-beleidstaken van het **Eurosysteem** verkrijgen uit activa die conform de richtlijnen van de **Raad van Bestuur** worden geormerkt en aangehouden als tegenpost voor de in omloop zijnde bankbiljetten en de depositoverplichtingen aan **kredietinstellingen**.

**Monetaire analyse:** een van de pijlers van het kader van de **Europese Centrale Bank** voor een uitgebreide analyse van de risico's voor de **prijsstabiliteit**, die ten grondslag ligt aan de monetaire-beleidsbeslissingen van de **Raad van Bestuur**. De monetaire analyse draagt bij tot de beoordeling van de middellange- tot lange-termijntendensen van de inflatie, gezien de nauwe relatie die bestaat tussen de geldhoeveelheid en de prijzen over langere tijdshorizons. Ze houdt rekening met de ontwikkelingen in een breed scala van monetaire indicatoren, met inbegrip van **M3** en de componenten en tegenposten daarvan (met name krediet), en met verschillende maatstaven van overliquiditeit (zie ook **economische analyse**).

**Netto externe activa van de MFI's:** de externe activa van de **MFI**-sector van het **eurogebied** (zoals goud, bankbiljetten en muntstukken in buitenlandse valuta, door niet-ingezetenen van het eurogebied uitgegeven schuldbewijzen en aan niet-ingezetenen van het eurogebied verstrekte

leningen), minus de externe passiva van de MFI-sector in het eurogebied (zoals deposito's van niet-ingezetenen van het eurogebied en **repo-overeenkomsten**, alsook de door hen aangehouden aandelen en deelbewijzen in **geldmarkt**fondsen en door MFI's uitgegeven **schuldbewijzen** met een looptijd van ten hoogste twee jaar).

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

**Onderpand:** activa die in pand zijn gegeven (bijvoorbeeld door **kredietinstellingen** aan centrale banken) als garantie voor de aflossing van leningen, alsook activa verkocht (bijvoorbeeld door kredietinstellingen aan centrale banken) in het kader van **repo-overeenkomsten**.

**Open-markttransactie:** een op initiatief van de centrale bank op de financiële markt uitgevoerde transactie. Wat doelstellingen, frequentie en procedures betreft, kunnen de open-markttransacties van het **Eurostelsel** in vier categorieën worden verdeeld: **basis-herfinancieringstransacties**, **langerlopende herfinancieringstransacties**, **“fine-tuning”-transacties** en structurele transacties. **Transacties met terugkoopverplichting** vormen het belangrijkste open-marktinstrument van het Eurostelsel en kunnen voor alle vier soorten transacties worden gebruikt. Voor het uitvoeren van structurele transacties beschikt het Eurostelsel bovendien over de uitgifte van schuldbewijzen en rechtstreekse aan- en verkopen van waardepapieren, terwijl “fine-tuning”-transacties kunnen worden uitgevoerd via **deviezenswaps** en het aantrekken van termijndeposito's.

**Optie:** een financieel instrument dat de bezitter het recht geeft, maar niet de verplichting oplegt, specifieke activa (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).

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

**Prijsstabiliteit:** het handhaven van de prijsstabiliteit is de voornaamste doelstelling van het **Eurostelsel**. De **Raad van Bestuur** definieert prijsstabiliteit als een jaarlijkse stijging van de **geharmoniseerde consumptieprijsindex** voor het **eurogebied** van minder dan 2%. De Raad van Bestuur verduidelijkte tevens met het oog op prijsstabiliteit te streven naar een inflatiecijfer, op de middellange termijn, van minder dan maar nabij 2%.

**Primair saldo:** nettofinancieringsbehoefte of -vermogen van de overheid exclusief rentebetalingen op geconsolideerde overheidsschulden.

**Procedure bij buitensporige tekorten:** artikel 104 van het **Verdrag**, dat nader wordt toegelicht in het Protocol nr. 20 inzake de procedure bij buitensporige tekorten, verplicht de EU-lidstaten tot het handhaven van begrotingsdiscipline, omschrijft de criteria voor een begrotingspositie die als een buitensporig tekort wordt beschouwd en bepaalt welke stappen moeten worden ondernomen indien wordt vastgesteld dat niet aan de criteria voor het begrotingssaldo of de overheidsschuld is voldaan. Het wordt aangevuld door Verordening (EG) nr. 1467/97 van de Raad van 7 juli 1997 inzake de bespoediging en verduidelijking van de toepassing van de procedure bij buitensporige tekorten, die deel uitmaakt van het **stabiliteits- en groeipact**.

**Projecties:** de resultaten van viermaal per jaar uitgevoerde prognoses van mogelijke toekomstige macro-economische ontwikkelingen in het **eurogebied**. De projecties door medewerkers van het **Eurosysteem** worden gepubliceerd in juni en december, terwijl de projecties door medewerkers van de ECB worden bekendgemaakt in maart en september. Ze maken deel uit van de **economische analyse** van de monetaire-beleidsstrategie van de **Europese Centrale Bank** en zijn derhalve één van de verschillende invalshoeken voor de beoordeling van de **Raad van Bestuur** inzake de risico's voor **prijstabiliteit**.

**Raad van Bestuur:** het hoogste besluitvormende orgaan van de **Europese Centrale Bank (ECB)**. De Raad van Bestuur bestaat uit alle leden van de **Directie** van de ECB en de Presidenten van de NCB's van de landen die op de euro zijn overgegaan.

**Real-time brutoverrekeningssysteem (RTBV-systeem):** een brutoverrekeningssysteem waarbij betalingsopdrachten één voor één en continu verwerkt en verrekend worden (zonder saldering) (zie ook **TARGET**).

**Referentiewaarde voor de groei van M3:** het jaarlijkse groeitempo van **M3** dat op middellange termijn overeenstemt met het behoud van de **prijstabiliteit**. Momenteel belooft de referentiewaarde voor de jaarlijkse groei van M3 4½%.

**Repo-overeenkomst:** een overeenkomst om een activum te verkopen en het tegen een vastgestelde prijs op een vooraf bepaalde datum of op verzoek opnieuw aan te kopen. Een dergelijke overeenkomst is vergelijkbaar met het opnemen van krediet op onderpand, met dit verschil dat de verkoper de eigendom van de effecten niet behoudt.

**Reservebasis:** de som van de in aanmerking komende balansposten (voornamelijk passiva) die de basis vormen voor de berekening van de **reserveverplichtingen** van een **kredietinstelling**.

**Reserveratio:** een door de centrale bank vastgesteld percentage voor elke categorie in aanmerking komende balansposten die deel kunnen uitmaken van de **reservebasis**. De reserveratio's worden gebruikt voor de berekening van de **reserveverplichtingen**.

**Reserveverplichting:** het minimumbedrag aan reserves dat een **kredietinstelling** bij het **Eurosysteem** dient aan te houden. Het naleven van de reserveverplichtingen wordt beoordeeld op grond van de gemiddelde dagelijkse saldi gedurende een **aanhoudingsperiode** van ongeveer één maand.

**Schuldbewijs:** een belofte van de emittent (d.w.z. de kredietnemer) om op een bepaald tijdstip of bepaalde tijdstippen in de toekomst een of meerdere betalingen aan de houder (de kredietverstrekker) te doen. Dergelijke effecten dragen doorgaans een specifieke rente (coupon) en/of worden verkocht op discountbasis.

**Stabiliteits- en groeipact:** omvat twee verordeningen van de Raad, namelijk (i) Verordening (EG) nr. 1466/97 van de Raad van 7 juli 1997, over de versterking van het toezicht op begrotings-situaties en het toezicht op en de coördinatie van het economisch beleid en (ii) Verordening (EG) nr. 1467/97 van 7 juli 1997 inzake de bespoediging en verduidelijking van de tenuitvoerlegging van de **procedure bij buitensporige tekorten**, 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** gezonde overheidsfinancien te garanderen om betere voorwaarden te creëren voor **prijstabiliteit** en sterke en duurzame

groei, en aldus de werkgelegenheid te bevorderen. Meer bepaald zijn voor de lidstaten als doelstelling op de middellange termijn begrotingssituaties nabij evenwicht of in overschot vereist.

**Straight-through processing (STP):** de geautomatiseerde “end-to-end”-verwerking van transacties en betalingen, met inbegrip van de automatische aanmaak, bevestiging, clearing en verrekening van instructies.

**Systeemrisico:** het risico dat het onvermogen van een instelling om haar verplichtingen op de vervaldag na te komen ertoe zal leiden dat andere instellingen hun verplichtingen op de vervaldag niet kunnen nakomen. Een dergelijk in gebreke blijven kan aanleiding geven tot aanzienlijke liquiditeits- of kredietproblemen en zou dientengevolge de stabiliteit van of het vertrouwen in de markten kunnen bedreigen.

**TARGET-systeem (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system):** het **real-time brutoverrekeningssysteem (RTBV)** voor de euro. Het is een gedecentraliseerd systeem dat bestaat uit 15 nationale RTBV-systemen, het betalingsmechanisme van de ECB en het koppelingssysteem (interlinking).

**Tegenpartij:** de andere partij bij een financiële transactie (bijvoorbeeld elke partij die een transactie aangaat met de centrale bank).

**Toetredende landen:** verwijst naar de tien landen die in 2003 het EU-toetredingsverdrag ondertekenden en op 1 mei 2004 toetraden tot de EU: Cyprus, Estland, Hongarije, Letland, Litouwen, Malta, Polen, Slowakije, Slovenië en Tsjechië.

**Transactie met terugkoopverplichting:** een transactie waarbij de centrale bank activa koopt of verkoopt krachtens een **repo-overeenkomst** of kredieten verleent tegen **onderpand**.

**Verdrag:** verwijst naar het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap (“Verdrag van Rome”). Het Verdrag werd verschillende keren gewijzigd, in het bijzonder door het Verdrag betreffende de Europese Unie (“Verdrag van Maastricht”), dat de grondslag vormde voor de **Economische en Monetaire Unie** en de Statuten van het **ESCB** bevatte.

**Verrekeningsrisico:** een algemene term voor het risico dat de verrekening in een betalingssysteem niet volgens verwachting plaatsvindt. Dit kan zowel het **krediet-** als het **liquiditeitsrisico** betreffen.



