



EUROPESE CENTRALE BANK

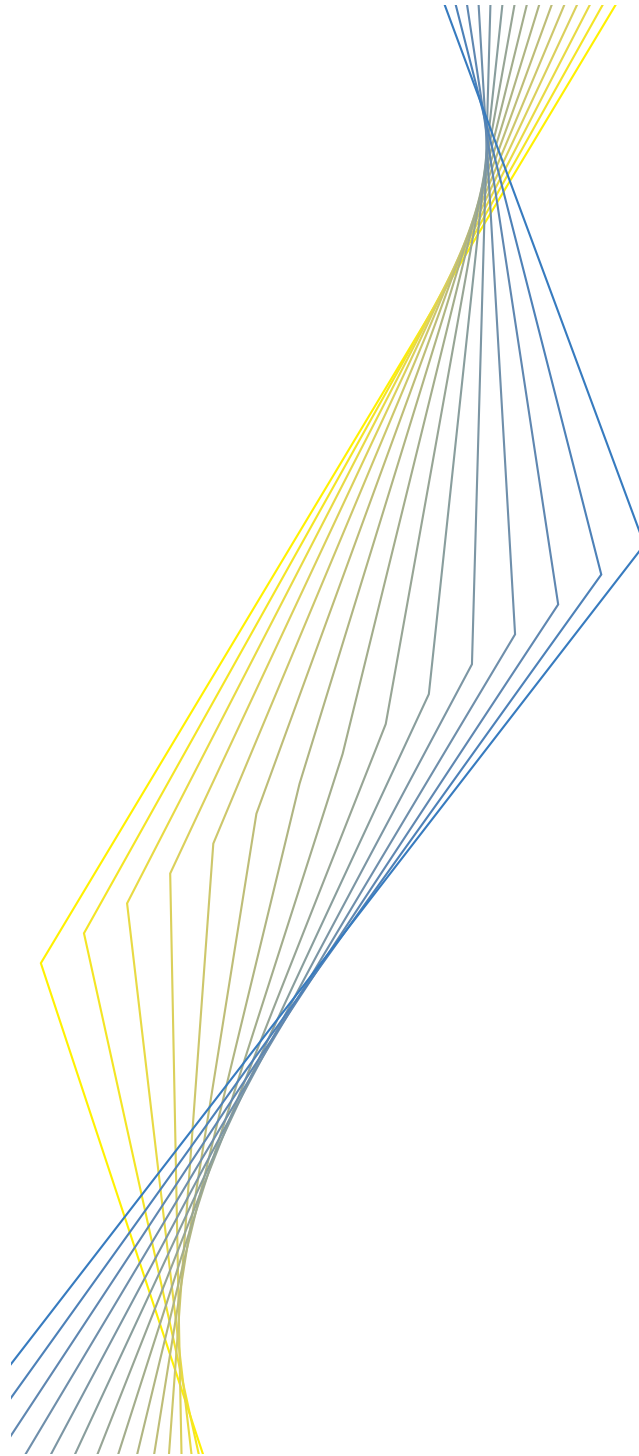
ECB EZB EKT BCE EKP

JAARVERSLAG

2002



EUROPESE CENTRALE BANK



JAARVERSLAG

2002

© Europese Centrale Bank, 2003

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

Dit Verslag is in het Nederlands vertaald door de Nederlandsche Bank, de Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique, en de ECB.

Alle rechten voorgehouden.

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

De afsluitingsdatum voor de in dit Verslag voorkomende gegevens was 28 februari 2003.

ISSN 1561-459X (papier)

ISSN 1725-2911 (internet)

Inhoud

Voorwoord	2
-----------	---

Hoofdstuk I

Economische ontwikkelingen en monetair beleid

1	Overzicht: monetaire-beleidsbeslissingen in 2002	8
2	Monetaire en financiële ontwikkelingen	14
2.1	Monetaire ontwikkelingen	14
2.2	Financiële markten	19
3	Prijzontwikkelingen	38
4	Productie-, vraag- en arbeidsmarktontwikkelingen	46
5	Begrotingsontwikkelingen	54
6	Wereldwijde macro-economische situatie, wisselkoersen en betalingsbalans	58

Hoofdstuk II

Centrale-banktransacties

1	Monetaire-beleidsuitvoering	74
1.1	Overzicht	74
1.2	Liquiditeitsbeheer	75
1.3	Open-markttransacties	76
1.4	Permanente faciliteiten	79
1.5	Stelsel van reserveverplichtingen	79
1.6	Beleenbare activa	80
1.7	Geldmarktontwikkelingen	82
2	Deviezentransacties en het beheer van de externe reserves en eigen vermogen van de ECB	83
2.1	Deviezentransacties	83
2.2	De externe reserves van het Eurosysteem	83
2.3	Het beheer van het eigen vermogen van de ECB	85
2.4	Organisatie van de externe reserves van de ECB en het beheer van het eigen vermogen	85

Hoofdstuk III

Risicobeheersing

1	Samenvatting	90
2	Beleidstransacties	90

3	Risicobeheersingskader voor beleidstransacties	91
4	Beleggingstransacties	93
5	Het risicobeheersingskader voor beleggingstransacties	93

Hoofdstuk IV

	Economische ontwikkelingen in de andere landen van de Europese Unie	98
--	--	----

Hoofdstuk V

Europese en internationale samenwerking

1	Europese aangelegenheden	108
1.1	Uitvoering van het Stabiliteits- en Groeipact	109
1.2	Voorstellen om de coördinatie van het economisch beleid te versterken en het beleidscoördinatieproces te stroomlijnen	111
1.3	De Conventie over de Toekomst van Europa	112
1.4	Financiële markthervormingen	113
2	Internationale samenwerking	114
2.1	Multilateraal en bilateraal toezicht op het macro-economisch beleid	114
2.2	Aandacht voor ontwikkelingen in de financiële markten wereldwijd	115
2.3	Betrekkingen met het IMF en daarmee gelieerde instanties	116
2.4	Samenwerking met regio's grenzend aan de EU	118
2.5	Samenwerking met de regio's Azië/Stille Zuidzeegebied en Latijns-Amerika	119

Hoofdstuk VI

Uitbreiding van de Europese Unie

1	Inleiding	124
2	Belangrijkste economische, juridische en institutionele beleidskwesties	125
2.1	Reële convergentie	125
2.2	Juridische en institutionele convergentie	127
2.3	Nominale convergentie	127
2.4	Monetair beleid en wisselkoersstrategieën	129
2.5	Ontwikkelingen in de financiële sector	130
2.6	Afsluitende opmerkingen	131
3	Vorbereidingen op de toetreding	132
3.1	Vorbereidingen van de besluitvormende organen en de comités van het ESCB	132
3.2	Het geplaatste kapitaal van de ECB en het plafond op de externe reserves	132
3.3	Masterplan	133
3.4	Beoordeling van de betalings- en clearing- en vereffeningsinfrastructuur voor effecten in de kandidaat-lidstaten	134

3.5	Vertrouwelijkheidsakkoord met de centrale banken van de kandidaat-lidstaten	134
3.6	Samenwerking in het vlak van controle op vervalste bankbiljetten	135
3.7	Centrale-banksamenwerking	135

Hoofdstuk VII

De productie en uitgifte van bankbiljetten

1	De invoering van de chartale euro en ontwikkelingen in de circulatie	138
1.1	Frontloading en fijndistributie van eurobankbiljetten en -munten in 2001	138
1.2	Invoering van de eurobiljetten en -munten tijdens de introductieperiode in 2002	138
1.3	Het verdere beloop gedurende 2002 van de aantallen eurobiljetten en -munten	139
1.4	Intrekking van de nationale valuta's	139
2	De productie van eurobiljetten en -munten	140
2.1	De productie van eurobiljetten	140
2.2	Voorraadbeheer en aanleg van de Strategische Voorraad van het Eurosysteem	141
2.3	Ondersteuning bij de productie van euromunten	141
3	Gemeenschappelijk Eurosysteem-beleid inzake chartale diensten	142
3.1	Eén beleid binnen het Eurosysteem ten aanzien van tarieven, openingstijden en validering bij contante transacties aan de balie van NCB's	142
3.2	Vaststelling van een referentiekader voor het gebruik van geldinname/-uitgifteautomaten in het eurogebied	142
4	Bescherming van eurobankbiljetten tegen valsemunterij	143

Hoofdstuk VIII

Betalings- en effectenafwikkelingsystemen

1	De betalings- en afwikkelingsystemen van het Eurosysteem	149
1.1	TARGET	149
1.2	Het correspondentenmodel voor centrale banken	151
2	Algemene aangelegenheden met betrekking tot het toezicht op betalingsystemen	152
3	Systemen voor grote betalingen	153
3.1	Ontwikkelingen bij andere systemen voor grote betalingen in euro	153
3.2	Continuous Linked Settlement (CLS)	153
4	Diensten voor kleine betalingen	154

5	Effectenclearing- en -afwikkelingsystemen	156
5.1	Beoordeling van afwikkelingsystemen voor effectentransacties	156
5.2	Consolidatie van de Europese afwikkelingsinfrastructuur voor effectentransacties	157
5.3	Samenwerking met het Comité van Europese Effectenregelgevers	157
6	Overige werkzaamheden	157

Hoofdstuk IX

Financiële stabiliteit en toezicht

1	Structuur, rentabiliteit en risico's in het bankwezen	160
2	Maatregelen gericht op financiële stabiliteit en toezicht	163
3	Bancaire en financiële regelgeving	166

Hoofdstuk X

Het statistische kader

1	Inleiding	172
2	Monetaire en bancaire statistieken en statistieken omtrent financiële markten	175
3	Statistieken omtrent de betalingsbalans, internationale reserves en de internationale investeringspositie, en effectieve wisselkoersen	174
4	Statistieken betreffende financiële rekeningen	175
5	Statistieken omtrent de overheidsfinanciën	175
6	Algemene economische statistieken	175
7	Samenwerking met de Europese Commissie en internationale instellingen	176

Hoofdstuk XI

Overige taken en werkzaamheden

1	Adviesfuncties	180
2	Naleving van het verbod op monetaire financiering en bevoorrechte toegang	182
3	Het beheer van de krediettransacties van de Europese Gemeenschap	183

Hoofdstuk XII

Externe communicatie en verantwoording

1	Het communicatiebeleid en de communicatieactiviteiten van de ECB	186
1.1	Communicatieactiviteiten	186
1.2	Belangrijke communicatieaangelegenheden in 2002	187
2	De uitwisseling van informatie en denkbeelden met het Europees Parlement	188
2.1	Overzicht van de betrekkingen tussen de ECB en het Europees Parlement	188
2.2	Visie van de ECB op enkele tijdens de ontmoeting met het Europees Parlement aan de orde gestelde onderwerpen	189

Hoofdstuk XIII

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

1	Het Eurosysteem en het Europees Stelsel van Centrale Banken	195
2	De besluitvormende organen van de ECB	196
2.1	De Raad van Bestuur	196
2.2	De Directie	199
2.3	De Algemene Raad	200
3	De organisatie van de ECB	202
3.1	Beheer en controle	202
3.2	Personeelsbeheer	203
3.3	Het organisatieschema van de ECB	205
3.4	De huisvesting van de ECB	206
4	Sociale Dialoog binnen het ESCB	206
5	Comités van het ESCB	206

Hoofdstuk XIV

Jaarrekening van de ECB en geconsolideerde balans van het Eurosysteem 2002

1	Balans per 31 December 2002	210
2	Winst- en verliesrekening over het jaar 2002	212
3	Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening	213
4	Toelichting op de balans	218
5	Toelichting op de winst- en verliesrekening	223

6 Accountantsverklaring	226
7 Toelichting op de winstverdeling	227
8 Geconsolideerde balans van het Eurosysteem per 31 december 2002	228
<hr/>	
Door de Europese Centrale Bank in 2002 vastgestelde rechtsinstrumenten	231
<hr/>	
Publicaties van de Europese Centrale Bank	233
<hr/>	
Bijlagen	
Overzicht van de monetaire-beleidsmaatregelen	248
Lijst van termen	250

Lijst van Kaders, Tabellen en Grafieken

Kaders

1 Ervaringen met de impact, op de geldmarktvolatiliteit, van de beslissing van de Raad van Bestuur van de ECB om over te schakelen op maandelijkse beoordelingen van de monetaire-beleidskoers	12
Grafiek: Termijnstructuur van de rentevolatiliteit	13
2 Aanzienlijke stijging van de volatiliteit op de aandelenmarkt in het eurogebied in 2002	27
Grafiek A: Gemiddelde jaarlijkse omvang van de absolute dagelijkse veranderingen in de Dow Jones EURO STOXX-index, 1992-2002	28
Grafiek B: Dow Jones EURO STOXX-index en inverse impliciete volatiliteit op de aandelenmarkt, 1998-2002	28
3 De vaststelling van de bancaire debetrente in het eurogebied	36
Grafiek A: Leningen van banken aan bedrijven en rendementsecarts voor bedrijfsobligaties in het eurogebied	37
4 Impact van de invoering van de eurobankbiljetten en -muntstukken op de consumentenprijzen	42
Grafiek A: Prijzen aangerekend in restaurants en cafés	43
Grafiek B: Prijzen aangerekend door haarkappers	43
Grafiek C: Aangevoelde, verwachte en totale HICP-inflatie	44
5 Beperkte vooruitgang inzake structurele hervormingen van de product- en arbeidsmarkten in het eurogebied	52
6 Overheidsfinanciën en economische stabilisatie	57
7 Verloop van de onevenwichtigheden in de VS	60
Grafiek A: Lopende rekening en netto internationale investeringspositie van de VS	60
Grafiek B: Aandeel van de kredietopneming door de huishoudens	60
Grafiek C: Schulden van de huishoudens	61
8 Tendensen in de internationale fusie- en overnameactiviteit tussen 1990 en 2002	67
Grafiek A: Totale waarde van fusie- en overnametransacties	68
Grafiek B: Plaats van fusie- en overnametransacties van het eurogebied en de VS	68

Grafiek C:	Bilaterale fusie- en overnametransacties tussen het eurogebied en de VS	69
Grafiek D:	Investeringen per sector uit hoofde van fusies en overnames, 1997 - 2002	69
Grafiek E:	Bilaterale fusies en overnames in de hightechindustrie tussen het eurogebied en de VS	70
9	Openbare raadpleging inzake maatregelen ter verbetering van de doelmatigheid van het operationele kader voor het monetaire beleid	77
10	Consultatieprocedures in 2002	180
	(a) Consultatieprocedures op initiatief van lidstaten	180
	(b) Consultatieprocedures op initiatief van Europese instellingen	182
11	De Euro 2002 Informatiecampagne	187

Tabellen

1	Componenten van M3	16
2	Tegenposten van M3	18
3	Sectoraal aandeel van de uitstaande bedragen van in euro luidende schuldbewijzen uitgegeven door ingezetenen van het eurogebied	21
4	Schuldfinanciering van de niet-financiële sectoren in het eurogebied	22
5	MFI-leningen aan huishoudens en niet-financiële ondernemingen	24
6	Prijs- en kostenontwikkeling in het eurogebied	39
7	Samenstelling van de reële bbp-groei in het eurogebied	47
8	Industriële productie in het eurogebied	50
9	Arbeidsmarktontwikkelingen in het eurogebied	50
10	Begrotingsposities in het eurogebied	55
11	Macro-economische indicatoren voor Denemarken	98
12	Macro-economische indicatoren voor Zweden	102
13	Macro-economische indicatoren voor het Verenigd Koninkrijk	104
14	Gemiddelde reële bbp-groei op jaarbasis	125
15	Basisgegevens over de kandidaat-lidstaten	126
16	HICP-inflatie	128
17	Monetaire en wisselkoersstrategieën in de kandidaat-lidstaten	129
18	Toegewezen quota voor de bankbiljettenproductie in 2002	141
19	Betalingsverkeer in TARGET	149
20	Piekbelasting in TARGET in 2002	149

Grafieken

1	ECB-rentevoeten en de geldmarktrente	8
2	M3-groei en de referentiewaarde	14
3	Ramingen van de nominale en de reële geldgroei-divergentie (money gap)	15
4	Ontwikkelingen M3 en tegenposten	17
5	Uitstaande bedragen aan door ingezetenen van het eurogebied uitgegeven schuldbewijzen luidende in euro	20
6	Schuldfinanciering van de niet-financiële sectoren in het eurogebied	23
7	Schuldquote van de niet-financiële sectoren in het eurogebied	23
8(a)	Beurskoersindices in het eurogebied, de Verenigde Staten en Japan	25
8(b)	Impliciete volatiliteit van de aandelenmarkt in het eurogebied, de Verenigde Staten en Japan	25

9	Korte rente in het eurogebied en helling van de geldmarktrendementscurve	30
10	Driemaands EURIBOR-futuresrente en impliciete volatiliteit afgeleid van opties op driemaands EURIBOR-futurescontracten	31
11 (a)	Rendementen op langlopende overheidsobligaties in het eurogebied, de Verenigde Staten en Japan	32
11 (b)	Rendementsverschil tussen langlopende overheidsobligaties in de Verenigde Staten en het eurogebied	32
12	Reële rente en “break-even”-inflatie in het eurogebied berekend voor de HICP van het eurogebied	33
13	Korte bancaire rente en een vergelijkbare marktrente	34
14	Lange bancaire rente en een vergelijkbare marktrente	35
15	Bijdragen van subcomponenten tot HICP-inflatie in het eurogebied	38
16	Uitsplitsing HICP-inflatie in het eurogebied naar componenten	40
17	Uitsplitsing industriële producentenprijzen in het eurogebied	41
18	Arbeidskosten per eenheid product, loonsom per werknemer en arbeidsproductiviteit in het eurogebied	45
19	Bijdragen tot de reële bbp-groei op kwartaalbasis in het eurogebied	48
20	Vertrouwensindicatoren voor het eurogebied	48
21	Uitvoer van goederen voor het eurogebied en industriële productie	49
22	Werkloosheid in het eurogebied	51
23	Nominale en reële effectieve wisselkoersen van de euro	64
24	Lopende rekening en goederenverkeer van het eurogebied	64
25	Buitenhandelvolumes van het eurogebied	65
26	Indices van de waarde per eenheid voor de buitenland van het eurogebied	66
27	Netto directe investeringen en effectenstromen van het eurogebied	66
28	Liquiditeitsfactoren en beroep op de permanente faciliteiten in het eurogebied in 2002	75
29	Activa op de eerste lijst die gebruikt kunnen worden voor de krediettransacties van het Eurosysteem	81
30	Gebruik van onderpand bij de krediettransacties van het Eurosysteem	82
31	Economische en financiële indicatoren voor de niet tot het eurogebied behorende EU-landen en het eurogebied	99
32	Bilaterale wisselkoersen van niet aan het eurogebied deelnemende EU-munten t.o.v. de euro	100
33	Eurobankbiljetten in omloop in 2002	139
34	Bankbiljetten in omloop tijdens de periode 2000-2002	140
35	Grensoverschrijdend onderpand als percentage van het totale aan het Eurosysteem verstrekte onderpand	152

Afkortingen

Landen

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

Andere

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

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

Bijchriften bij de foto's in dit Verslag

1	Europarty op 18 januari 2002 ter gelegenheid van de invoering van de euro	6
2	Persconferentie na de externe vergadering van de Raad van Bestuur van de ECB die op 7 februari 2002 in Maastricht is gehouden ter gelegenheid van het tienjarig bestaan van het Verdrag van Maastricht. President Duisenberg kondigt aan dat hij in 2003 zal aftreden. Het Gouvernementsgebouw in Maastricht waar de vergadering plaatsvond	72
3	Willem F. Duisenberg, President van de ECB, neemt namens de euro de Internationale Karel de Grote Prijs van Aken voor 2002 in ontvangst tijdens de prijsuitreiking in het historische stadhuis van Aken	88
4	Bezoek van jongeren aan de ECB op 13 mei 2002	96
5	Christian Noyer (links) en Lucas Papademos, de aftredende respectievelijk aantredende Vice-President van de ECB Afscheidsreceptie van Vice-President Christian Noyer op 28 mei 2002	106
6	De Nederlandse schrijver Harry Mulisch leest voor uit zijn nieuwste boek tijdens de Nederlandse Culturele Dagen in september 2002 Presentatie over de Spaanse architect Antoni Gaudí tijdens de Spaanse Culturele Dagen in mei 2002	122
7	Fototentoonstelling van de ECB "The Making of the Euro" bij de Banco de España in Madrid en Barcelona in de zomer van 2002	136
8	Opening van de Europese School in Frankfurt op 5 september 2002	146
9	Vergadering van de Raad van Bestuur in de Eurotower op 26 september 2002	158
10	Stand van het Eurosysteem op Sibos 2002, de beurs voor financiële dienstverleningsproducten in Genève van 30 september tot 4 oktober	170
11	"Second ECB Central Banking Conference" in Frankfurt op 24 en 25 oktober 2002	178
12	De jury van de internationale architectuurwedstrijd voor het ontwerp van het nieuwe hoofdkantoor van de ECB bezoekt de toekomstige locatie, de "Grossmarkthalle" in Frankfurt De jury voor het eerst bijeen op 30 en 31 oktober 2002	184
13	Fototentoonstelling van de ECB "The Making of the Euro" op het hoofdkantoor van de Nationale Bank van Polen in Warschau van 2 december 2002 tot 15 januari 2003 Eugenio Domingo Solans, Lid van de Directie van de ECB, en Leszek Balcerowicz, President van de Nationale Bank van Polen, openen de tentoonstelling	192
14	Expositie "Hedendaagse kunst uit Portugal" bij de ECB op 4 december 2002 Vitor Constâncio, President van de Banco de Portugal, en Lucas Papademos, Vice-President van de ECB, openen de expositie	208

Voorwoord



In veel opzichten was 2002 wederom een historisch jaar in het proces van Europese integratie. De eerste belangrijke gebeurtenis was de succesvolle invoering op 1 januari van de eurobankbiljetten en euromunten, hetgeen de laatste stap was naar voltooiing van de Economische en Monetaire Unie (EMU). Aangezien de overgang op de chartale euro een complex, ambitieus en uniek project was, kon een soepele en snelle overgang alleen worden verwezenlijkt door middel van systematische voorbereiding en samenwerking tussen alle betrokken partijen. Het was daarom van essentieel belang het bankwezen, de waardevervoerders, de detaillisten en de fabrikanten van machines die geld accepteren – alsook de instellingen van de Europese Unie (EU), het Eurosysteem en de nationale autoriteiten – hier in een vroeg stadium nauw bij te betrekken. De overgang op de euro vereiste tevens substantiële organisatorische, logistieke, technische en economische inspanningen van iedereen die betrokken was bij het gebruik en de verwerking van bankbiljetten en munten. Het succes van de invoering van de chartale euro was echter bovenal afhankelijk van de positieve houding van en snelle acceptatie door alle burgers. Thans hebben de meer dan 300 miljoen inwoners van het eurogebied hun

nieuwe munt volledig geaccepteerd, en aldus hun steun betuigd aan het idee van een geïntegreerder Europa.

De tweede belangrijke gebeurtenis in 2002 vormde het besluit in december van de Staatshoofden en Regeringsleiders van de EU om in 2004 tien nieuwe landen toe te laten tot de EU, zij het dat dit besluit nog moet worden geratificeerd. De historische dimensie van deze uitbreiding is drieledig. Ten eerste markeert zij duidelijk het einde van naoorlogse breuklijnen binnen Europa en is daarom van grote politieke betekenis. Ten tweede is deze uitbreidingsstap de grootste die de EU ooit heeft gezet. Ten slotte, daar de meeste toekomstige lidstaten zich nog in een overgangsfase naar een volwaardige markteconomie bevinden, zijn de verschillen veel groter dan bij eerdere uitbreidingsstappen. Dit vormt derhalve een grote uitdaging voor zowel de huidige als de toekomstige lidstaten.

De vraag hoe snel de nieuwe lidstaten de euro zullen invoeren – zodra ze tot de EU zijn toegetreden – zal afhangen van hoe snel zij zullen voldoen aan de convergentiecriteria voor toetreding tot het eurogebied. Verschillen in economische ontwikkeling tussen de nieuwe lidstaten zouden kunnen betekenen dat niet alle landen de euro gelijktijdig invoeren. Desalniettemin is het een van de hoofdprioriteiten van het Eurosysteem om de technische en institutionele infrastructuur voor een groter Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB) in 2004 gereed te hebben, overeenkomstig het tijdschema voor de uitbreiding van de EU. Als onderdeel van de voorbereidingen voor de uitbreiding heeft de Raad van Bestuur van de Europese Centrale Bank (ECB) tevens een Aanbeveling gepubliceerd betreffende aanpassing van haar stemprocedures overeenkomstig de relevante bepalingen in het Verdrag van Nice. Bovendien heeft het Eurosysteem reeds nauwe contacten met de centrale banken van de toetredende landen, en zal het in toenemende mate de economische, financiële, institutionele en juridische ontwikkelingen in deze landen volgen. Dit Jaarverslag bevat derhalve een apart hoofdstuk over het uitbreidingsproces.

Het gevoerde monetaire beleid in 2002 werd gekenmerkt door een hoge mate van onzekerheid betreffende de economische vooruitzichten. De gemiddelde inflatie, gemeten op basis van de Geharmoniseerde Consumptieprijsindex (HICP), was 2,2%, iets lager dan in 2001 (2,4%), maar nog steeds licht boven het niveau dat in overeenstemming is met de door de ECB gehanteerde definitie van prijsstabiliteit. Het gemiddelde groeitempo op jaarbasis van het ruime monetaire aggregaat M3 steeg tot boven 7%, van rond 5 1/2% in 2001, en lag daarmee aanzienlijk boven de referentiewaarde van 4 1/2%. Deze ontwikkeling was het gevolg van de hoge volatiliteit op de financiële markten, en vormde grotendeels een weerspiegeling van de voorkeur van beleggers voor kortlopende liquide en minder risicovolle financiële activa. Zij was tevens het gevolg van de relatief lage rente in het eurogebied in 2002. Door de krachtige monetaire groei heeft zich meer liquiditeit in het eurogebied geaccumuleerd dan nodig is om op de langere termijn duurzame niet-inflatoire groei te financieren. Gezien het relatief gematigde tempo van de economische bedrijvigheid en gegeven het feit dat enkele van de portefeuilleschikkingen naar M3 waarschijnlijk slechts van tijdelijke aard zouden zijn, werden de monetaire ontwikkelingen in 2002 echter over het geheel genomen niet gezien als wijzend op risico's voor de prijsstabiliteit. Deze beoordeling werd bevestigd door de relatief gematigde groei van de kredietverlening in 2002.

Tot onze teleurstelling was de economische groei in het eurogebied in 2002 lager dan verwacht, resulterend in een relatief lage, maar nog steeds positieve groei van het reële bbp van 0,8%, vergeleken met 1,4% in 2001. De economische omstandigheden bleven zwak aangezien een aantal factoren bijdroegen aan een ongewoon hoge mate van onzekerheid: internationale politieke spanningen en hun invloed op de oliepijzen en het vertrouwen, negatieve ontwikkelingen op de financiële markten (die echter geen bedreiging vormden voor de financiële stabiliteit in het eurogebied) en het aanhouden van onevenwichtigheden in de mondiale economie. In dit verband, en gegeven de geleidelijke versterking

van de euro in 2002 en begin 2003, verminderte de opwaartse druk op de inflatie, in het bijzonder in de tweede helft van deze periode. Dit heeft de Raad van Bestuur doen besluiten de voornaamste ECB-rentetarieven in december 2002 met 50 basispunten te verlagen, en in maart 2003 met nog eens 25 basispunten.

Ondanks deze gematigde economische omstandigheden is de inflatie in het eurogebied relatief hoog gebleven. De prijzen werden in 2002 echter opgedreven door een aantal tijdelijke of eenmalige factoren: basiseffecten, stijging van indirecte belastingen en ongunstige weersomstandigheden. Bovendien bleven de reële lonen sterk stijgen ondanks de toename van de werkloosheid, een factor die duidt op aanhoudende structurele rigiditeiten op de arbeidsmarkten.

Erkend wordt dat sommige van de vorig jaar in een aantal eurolanden geconstateerde prijsstijgingen verband hielden met de invoering van de chartale euro. De "gevoelsinflatie" als gevolg van deze overgang op de chartale euro was echter veel groter dan het feitelijke inflatie-effect ervan. Prijsstijgingen van goederen of diensten die regelmatig worden aangeschaft, worden door consumenten in de regel eerder opgemerkt dan de relatief gematigde stijgingen, of zelfs dalingen, van prijzen van niet regelmatig gekochte producten/diensten, die een groter beslag leggen op het budget van huishoudens. Bovendien werden gelijktijdig optredende doch op zichzelf staande factoren die voor een opwaartse druk op de prijzen zorgden, zoals die welke het gevolg waren van de slechte weersomstandigheden in de winter van 2001/02, abusievelijk in verband gebracht met de overgang op de chartale euro. Het zeer bescheiden algehele effect van de invoering van de euro op prijsstijgingen is waarschijnlijk van tijdelijke aard. De verwachting is eigenlijk dat de invoering van de euro ertoe zal bijdragen dat op de middellange termijn prijsstijgingen gering blijven, aangezien de nieuwe munt voor grotere grensoverschrijdende prijsdoorzichtigheid in het eurogebied heeft gezorgd, en daarmee voor scherpere concurrentie.

Begin 2003 zijn de vooruitzichten voor prijsstabiliteit op de middellange termijn vrij gunstig, mits de loonontwikkeling gematigd blijft. Bovendien is een van de belangrijkste boodschappen van 2002 nog steeds van kracht, namelijk dat het tempo van structurele hervormingen dient te worden opgevoerd. Dit omdat flexibelere arbeids- en goederenmarkten leiden tot snellere prijsaanpassingen (en aldus het werk van monetaire-beleidsmakers vergemakkelijken) en, meer in het algemeen, tot geringere prijsstijgingen.

Ondanks de moeilijke omstandigheden waaronder monetair beleid wordt gevoerd, duiden de lage lange-termijninflatieverwachtingen en de thans geldende risicopremies op de obligatiemarkten er op dat economische actoren vertrouwen hebben in de capaciteiten van de ECB om de prijsstabiliteit op de middellange termijn te handhaven. Gezien de economische onzekerheid, bleef de monetaire-beleidsstrategie van de ECB een zeer nuttig referentiekader bieden voor zowel de Raad van Bestuur (bij het nemen van passende monetaire-beleidsbeslissingen) als voor financiële markten en economische actoren (bij het bepalen van hun verwachtingen betreffende monetaire-beleidsmaatregelen).

De onzekerheden waarmee de economische ontwikkelingen in 2002 zijn omgeven, benadrukten het belang van een op stabiliteit gericht macro-economisch beleidskader als baken voor economische actoren. Op het gebied van het monetaire beleid stelt dit kader de ECB als hoofddoel het handhaven van prijsstabiliteit, onafhankelijk van derden. Wat het begrotingsbeleid betreft, fungeren het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap en het Stabiliteits- en groeipact als anker voor de verwachtingen van de economische actoren. Dit conceptuele kader is tevens bevestigd door de Europese Conventie, die werkt aan een ontwerp voor een "Verdrag tot instelling van een Grondwet voor Europa" ter voorbereiding op de komende Intergouvernementele Conferentie. De goedkeuring van een Grondwet zou voor Europa een belangrijke stap betekenen, en zou het kader voor een succesvolle economische en monetaire unie verder versterken.

Over het algemeen was in 2002 sprake van teleurstellende begrotingsontwikkelingen in het eurogebied. Het gemiddelde begrotingstekort steeg naar 2,2% bbp, van 1,6% in 2001. De meeste landen slaagden er niet in de in hun stabiliteitsprogramma's opgenomen begrotingsdoelstellingen te verwezenlijken. De Ecofin-Raad heeft in november 2002 en januari 2003 bekendgemaakt dat respectievelijk Portugal en Duitsland buitensporige tekorten hadden opgelopen. In januari 2003 heeft de Ecofin-Raad tevens een aanbeveling goedgekeurd waarin Frankrijk vroegtijdig werd gewaarschuwd dat het dient te voorkomen dat een buitensporig tekort zou ontstaan. In 2002 steeg het Franse begrotingstekort tot boven 3% bbp – boven de referentiewaarde voor de tekortquote zoals die is neergelegd in het Verdrag.

In tegenstelling tot wat vaak wordt beweerd, vormt het Stabiliteits- en groeipact niet een keurslijf dat landen ertoe verplicht een procyclisch begrotingsbeleid te voeren. In plaats daarvan biedt het Pact, mits landen op de middellange termijn een begrotingspositie bereiken van nabij evenwicht of in overschot, flexibiliteit voor het volledig laten werken van de automatische stabilisatoren. Landen die thans worstelen om hun begroting op orde te krijgen, hebben in voorgaande jaren, toen de economische omstandigheden relatief gunstig waren, hun begrotingstekorten onvoldoende verlaagd. Landen die zich wel aan de regels van het Stabiliteits- en groeipact hebben gehouden, ondervinden thans minder begrotingsproblemen en profiteren van de soepele werking van de automatische stabilisatoren. Om de huidige begrotingsonevenwichtigheden te verhelpen, dienen landen met een tekort dicht bij of boven 3% van het bbp groeibevorderende begrotingsconsolidatiemaatregelen te nemen om hun begrotingspositie in overeenstemming te brengen met de vereisten van het Stabiliteits- en groeipact.

Dit Jaarverslag geeft een samenvatting van de werkzaamheden van de ECB, het Eurosysteem en het ESCB in 2002 en biedt een overzicht van de monetaire, economische en financiële ontwikkelingen in het eurogebied in 2002 en

begin 2003. Eind 2002 had de ECB 1.105 personeelsleden, vergeleken met 1.043 in 2001. De verwachting is dat het aantal personeelsleden in 2003 zal groeien naar 1.263,5, voornamelijk om tegemoet te komen aan de eisen die door de uitbreiding van het ESCB worden gesteld. In 2002 heeft de ECB een overeenkomst met de stad Frankfurt gesloten voor de aankoop van een stuk grond waar het toekomstige hoofdkantoor van de ECB zal worden gebouwd; vervolgens heeft de ECB een internationale architectuurwedstrijd uitgeschreven dat het ontwerp moet opleveren voor dit toekomstige hoofdkantoor. Na voltooiing zal het nieuwe kantoorgebouw het voltallige personeel van de ECB onder één dak kunnen huisvesten in plaats van in verschillende gehuurde kantoorgebouwen, zoals nu het geval is.

Dit is het laatste voorwoord van een ECB-Jaarverslag dat mijn handtekening zal dragen. Ik ben er zeer trots op dat ik de eerste President van de ECB heb mogen zijn, en dat ik het voorrecht en de eer heb gehad leiding te mogen geven aan de ECB en het Euro-systeem tijdens de beginjaren, met historische gebeurtenissen zoals de start van de derde fase van de EMU en de invoering van de eurobankbiljetten en euromunten. Ik wil al mijn collega's in de Directie, de Raad van Bestuur en de Algemene Raad bedanken voor hun vruchtbare samenwerking gedurende de afgelopen vijf jaar. Mijn grote dank gaat verder uit

naar de Leden van het Europees Parlement, in het bijzonder de Commissie voor Economische en Monetaire Aangelegenheden, de Europese Raad, de Ecofin-Raad en de Europese Commissie. En zeker niet in de laatste plaats, zou ik het personeel van de ECB en van de nationale centrale banken van het Euro-systeem willen bedanken voor hun niet-aflatende steun en toewijding bij het succesvol invoeren van de euro en laten functioneren van de Monetaire Unie. Ik ben er zeer trots op samen met hen te hebben mogen werken aan dit unieke, historische project. Maar bovenal zou ik de burgers van Europa willen bedanken voor het vertrouwen dat zij de euro en zijn hoedster hebben geschonken. Ik kan u verzekeren dat de ECB zowel nu als in de toekomst zal trachten aan de verwachtingen van de Europese burgers te voldoen, en ten gunste van allen de koopkracht van onze munt zal blijven handhaven.

Frankfurt am Main, maart 2003



Willem F. Duisenberg



januari 2002



Europarty op 18 januari 2002 ter gelegenheid van de invoering van de euro

Hoofdstuk I

Economische ontwikkelingen en monetair beleid

I Overzicht: monetaire-beleidsbeslissingen in 2002

Het klimaat waarin het monetaire beleid in 2002 opereerde, was heel onzeker. De signalen met betrekking tot de inflatoire druk op de middellange termijn waren soms gemengd en onderhevig aan verandering. Na de vertraging van de economische activiteit gedurende heel 2001, die nog werd aangescherpt door de negatieve vertrouwensschokken veroorzaakt door de terreuraanslagen van september van dat jaar in de Verenigde Staten, vertoonde de reële bbp-groei in het eurogebied bij het begin van 2002 een gematigd herstel. Naarmate het jaar vorderde, verloor dat herstel echter aan kracht onder invloed van nieuwe beroering op de financiële markten en geopolitieke spanningen die niet zonder gevolgen bleven voor de olieprijsen en het vertrouwen. In totaal wordt de jaarlijkse reële bbp-groei in het eurogebied voor 2002 op 0,8% geraamd, tegen 1,4% in 2001.

Ondanks het gematigde tempo van het economische herstel, liet de HICP-inflatie slechts een geringe daling optekenen, van gemiddeld 2,4% in 2001 tot 2,2% in 2002, en overschreed

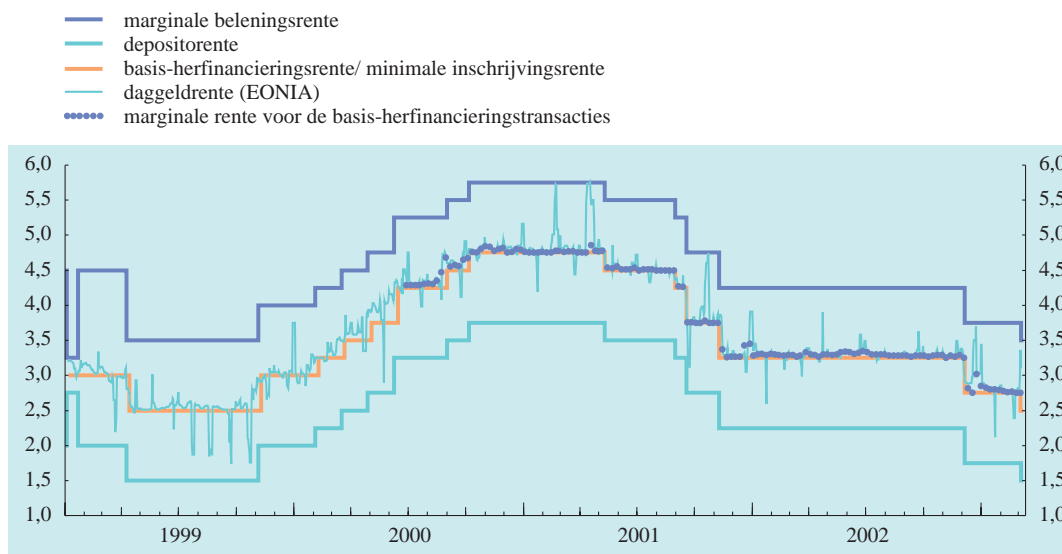
aldus in lichte mate de bovengrens van de prijsstabiliteit zoals die door de ECB wordt gedefinieerd. In de eerste helft van het jaar droegen tijdelijke factoren – zoals ongunstige weersomstandigheden die de prijzen voor voedingsmiddelen beïnvloedden – bij tot de hogere inflatiecijfers en gaven andere elementen, zoals de loonontwikkelingen en de loontendenzen, aanleiding tot bezorgdheid over het handhaven, op de middellange termijn, van de prijsstabiliteit in het eurogebied. Later in het jaar werden de consumptieprijzen enigszins omhooggeduwd door een forse stijging van de olieprijsen, hoewel andere factoren de inflatierisico's hielpen temperen. Die factoren hielden verband met het aanhoudend gematigde tempo van de economische groei alsook met de aanzienlijke appreciatie van de euro.

Gezien die tegengestelde factoren, liet de Raad van Bestuur de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties van de ECB gedurende het grootste gedeelte van 2002 onveranderd op 3,25%. Vermits de economische activiteit echter zwak bleef in

Grafiek I

ECB-rentevoeten en de geldmarktrente

(procenten per jaar; daggegevens)



Bron: ECB.

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

het licht van de aanhoudende geopolitieke spanningen en de euro gestaag apprecieerde, werd geoordeeld dat de inflatoire druk was afgenomen. In december 2002 besloot de Raad van Bestuur derhalve de basisrentetarieven van de ECB met 50 basispunten te verlagen en in maart 2003 met nog eens 25 basispunten (zie Grafiek 1).

De in 2002 en begin 2003 genomen monetaire-beleidsbeslissingen moeten ook worden gezien in het licht van de aanzienlijke verlaging van de basisrentetarieven van de ECB (met in totaal 150 basispunten, waarbij de rente op de basis-herfinancieringstransacties op 8 november 2001 tot 3,25% werd teruggebracht) waartoe de Raad van Bestuur in 2001 had besloten. In 2001, en vooral na de terreuraanslagen in september van dat jaar, bleek uit de beschikbare gegevens dat de vertraging van de economische activiteit in het eurogebied waarschijnlijk langer zou duren en ingrijpender zou zijn dan verwacht en derhalve de opwaartse prijsdruk mede zou afremmen. Tegelijkertijd werd duidelijk dat de invloed van eerdere opwaartse prijsschokken als gevolg van olieprijsstijgingen, de depreciatie van de euro in 1999 en 2000 en de prijsstijgingen voor voedingsmiddelen bij het begin van 2001, geleidelijk wegebede. Al met al wezen die factoren op een lagere inflatoire druk voor de middellange termijn. Tevens werd verwacht dat ze, in combinatie met de vertraging van de economische activiteit, de loonmatiging zouden ondersteunen. Een en ander werd door de analyse van de monetaire gegevens niet gelogenstraft. De monetaire groei trok in de tweede helft van 2001 aan, vooral na de terreuraanslagen, maar dat was grotendeels het gevolg van verschuivingen in de portefeuilles van de particuliere beleggers van aandelen en andere langere-termijnactiva naar meer liquide en relatief veilige, in M3 vervatte korte-termijntegoeden. Voorts bleef het jaar-op-jaar groeitempo van de kredietverlening aan de particuliere sector teruglopen.

In de eerste paar maanden van 2002, en te beginnen met de analyse die is verricht met betrekking tot de eerste pijler van de monetaire-beleidsstrategie van de ECB, is de groei

van M3 ietwat vertraagd na de ingrijpende portefeuilleherschikkingen tijdens de herfst van 2001. Die matiging verliep echter zeer langzaam en kwam in het tweede kwartaal van 2002 tot stilstand, toen de vraag naar M1 fors aantrok. Naast de aanhoudende onzekerheid op de aandelenmarkten leken de lage alternatieve kosten voor het aanhouden van geld de stuwende kracht te zijn achter de monetaire expansie tijdens die periode. Bij het begin van 2002 bleef ook het groeitempo van leningen aan de particuliere sector afnemen, hoewel dat zich in het tweede kwartaal van het jaar leek te stabiliseren. Dat er in het eurogebied aanmerkelijk meer liquiditeit beschikbaar was dan nodig zou zijn geweest om een duurzame, niet-inflatoire economische groei te financieren, werd op dat ogenblik een steeds grotere reden tot bezorgdheid.

Met betrekking tot de analyse die in de eerste helft van 2002 betreffende de tweede pijler werd verricht, bevestigde de nieuw binnenkomende informatie begin 2002 de eerdere verwachtingen van de Raad van Bestuur betreffende de economische vooruitzichten voor het eurogebied. De in de eerste maanden van het jaar voorhanden zijnde gegevens begonnen erop te wijzen dat het dieptepunt in de economische activiteit wellicht eind 2001 was bereikt en dat het herstel vermoedelijk in de loop van 2002 zou inzetten. De onzekerheid omtrent het mondiale klimaat leek wat af te nemen. In het eerste kwartaal van het jaar werd de reële bbp-groei in het eurogebied kwartaal-op-kwartaal positief en enquêtegegevens begonnen erop te wijzen dat misschien een krachtiger economisch herstel had ingezet. De verwachting van een economische opleving werd ondersteund doordat er zich in het eurogebied geen grote macro-economische onevenwichtigheden voordeden die een langdurig aanpassingsproces kunnen vergen. In een dergelijk klimaat werd geoordeeld dat de lage rente en de gunstige effecten van de verwachte dalingen van de inflatie op het reële beschikbare inkomen de groei van de binnenlandse vraag zouden ondersteunen.

De door staf van het Eurosysteem opgestelde projecties, alsook de prognoses van interna-

tionale organisaties en particuliere instellingen schetsten in de lente van 2002 globaal beschouwd ongeveer hetzelfde beeld. Algemeen werd verwacht dat de reële bbp-groei in het eurogebied later in het jaar opnieuw zou stroken met de trendmatige potentiële groei en zich op dat peil zou stabiliseren. De verwachting van een relatief vlot economisch herstel spoorde eveneens met de vooruitzichten van de financiële markten, zoals die besloten liggen in de obligatierendementen. Ondanks die verwachting bleef het precieze patroon van de economische opleving onzeker, vooral tegen de achtergrond van de aanzienlijk stijgende oliepijzen en de macro-economische onevenwichtigheden elders in de wereld.

Wat de consumptieprijsinflatie betreft, lagen de inflatiecijfers op jaarbasis begin 2002 relatief hoog, met een beginpeil van 2,7% in januari. De HICP-inflatie vertoonde begin 2002 ook een enigszins grillig verloop, vooral als gevolg van uitzonderlijke en kortstondige factoren: ongunstige weersomstandigheden die tot hogere prijzen voor voedingsmiddelen leidden, hogere indirecte belastingen en negatieve basiseffecten van het verloop van de energieprijzen begin 2001. Het totale effect van de overgang naar de chartale euro op het prijsniveau werd als gering beschouwd, ondanks enige opwaartse invloed op de prijzen, met name voor sommige diensten. Het stijgingstempo op jaarbasis van de HICP-inflatie ging na de eerste maanden van het jaar geleidelijk vertragen, hoofdzakelijk als gevolg van basiseffecten. Die daling gebeurde echter relatief traag, vooral vanwege de bij het begin van 2002 opgetekende oliepijzstijgingen. Tegelijkertijd was het een reden tot zorg dat de inflatie exclusief de volatielere componenten energie en onbewerkte voedingsmiddelen aanhoudend hoog bleef, vooral als gevolg van het verloop van de dienstenpijzen. Voorts waren de loontendensen niet geruststellend. Al bij al viel het inflatieverloop dan ook iets minder gunstig uit dan eind 2001 werd verwacht.

Tegen die achtergrond maakte de Raad van Bestuur er zich in de eerste maanden van 2002 steeds meer zorgen om dat de monetaire ontwikkelingen, de loontendensen en de

aanhoudend hoge inflatie van de dienstenpijzen opwaartse gevaren voor de prijsstabiliteit op de middellange termijn konden inhouden. De appreciatie van de euro die in de lente begon, temperde echter die opwaartse risico's. Voorts was het feit dat de economische vooruitzichten toen nog onzeker waren, een belangrijke factor die de beoordeling van het monetaire beleid bepaalde. Vermits een aantal factoren op toenemende inflatoire druk wezen, hoewel er nog steeds onzekerheid bestond over de fundamentele sterkte van de economische groei (wat op zijn beurt ook de vooruitzichten inzake prijsstabiliteit sterk kon beïnvloeden), oordeelde de Raad van Bestuur dat de op dat ogenblik beschikbare informatie niet volledig overtuigende signalen afgaf ten aanzien van de balans van de risico's voor prijsstabiliteit op de middellange termijn.

In de tweede helft van 2002 nam de bezorgdheid over de economische vooruitzichten toe, zoals bleek uit de negatieve ontwikkeling van de financiële markten. De tijdens de zomer opgetekende nieuwe scherpe dalingen op de mondiale aandelenmarkten versterkten de neerwaartse trend die deze markten sinds hun recordhoogten van begin 2000 vertoonden. Hoewel het steeds moeilijk is de overwaardering van aandelen precies in te schatten, was de daling van de beurskoersen voor een deel een correctie van excessen uit het verleden. De teruggang werd veroorzaakt door factoren zoals de toegenomen onzekerheid van de marktdeelnemers over de betrouwbaarheid van financiële boekhoudkundige informatie, tegenvallende bedrijfswinsten en de geleidelijk stijgende geopolitieke spanningen, ook gelet op de gevolgen daarvan voor de oliepijzen. De beschikbare informatie wijst erop dat, hoewel het aandelenbezit van de huishoudens in het eurogebied sinds het einde van de jaren negentig aanzienlijk is toegenomen, het directe effect dat veranderingen op de aandelenmarkten sorteren op de consumptieve bestedingen doorgaans geringer is in het eurogebied dan in de andere grote economieën. Dat de daling van de aandelenkoersen van mondiale aard was, maakte het echter waarschijnlijker dat de economie van het eurogebied zou worden beïnvloed door de inter-

ationale verwevenheid. Bovendien maakte de turbulentie op de aandelenbeurzen het voor ondernemingen duurder om middelen op de aandelenmarkten aan te trekken. De teruggang ging ook gepaard met een gestegen spread voor de obligatie-emissies door bedrijven in het eurogebied, vooral voor ondernemingen met een lagere rating. Afgezien van de onzekerheid op de financiële markten, werkten ook nog de aanhoudende grote macro-economische onevenwichtigheden buiten het eurogebied het klimaat van onzekerheid in het eurogebied en in de hele wereld verder in de hand.

Die factoren werden weerspiegeld in vooruitlopende indicatoren. Na een gestage verbetering tot medio 2002, wezen vertrouwensindicatoren en enquêtegegevens erop dat een verdere versnelling van de economische activiteit dat jaar niet meer waarschijnlijk was. Bovendien namen de geopolitieke spanningen in de tweede helft van 2002 toe, wat een forse verhoging van de olieprijsen veroorzaakte. Het economische herstel in het eurogebied en in de wereldeconomie leken in de tweede helft van 2002 dan ook trager te zullen gaan verlopen dan bij het begin van het jaar werd verwacht. In die context en conform soortgelijke beoordelingen door particuliere en overheidsinstellingen en door staf van het Eurosysteem opgestelde projecties, schroefde de Raad van Bestuur zijn verwachtingen ten aanzien van de economische groei voor de rest van het jaar en voor de eerste maanden van 2003 geleidelijk terug. Als gevolg daarvan werd pas in de loop van 2003 een versnelling van de reële bbp-groei verwacht. De gegevens betreffende de economische activiteit, die in de tweede helft van 2002 en begin 2003 beschikbaar werden, bevestigden dat de economische groei inderdaad uitermate zwak was gebleven.

Wat de prijsontwikkelingen betreft, schommelde de HICP-inflatie in de tweede helft van het jaar rond 2%, de bovengrens die de ECB hanteert in haar definitie van prijsstabiliteit. Voorts bleef de HICP-inflatie exclusief de prijzen van de volatielere componenten energie en onbewerkte voedingsmiddelen met een percentage van zowat 2½% relatief hoog, wat

voornamelijk een afspiegeling was van de krachtige dynamiek van de dienstenprijzen, die dan weer – althans voor een deel – kon worden gerelateerd aan de opwaartse tendens van de nominale loonstijgingen die tot begin 2002 werd opgetekend. Dat de consumptieprijsinflatie al bij al op die niveaus bleef, wees erop dat de structurele rigiditeiten in het eurogebied, tegen de achtergrond van een zwakke economische groei, een passende bijstelling van de lonen kunnen hebben verhinderd.

Vooruitblikkend, werd de gematigde economische activiteit echter beschouwd als een factor die de mogelijke opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit uiteindelijk zou beperken. Hoewel de met de loonontwikkeling verband houdende risico's niet waren verdwenen, werd het minder waarschijnlijk geacht dat ze zich zouden doen gevoelen zolang het economische klimaat niet ingrijpend veranderde. Het hogere peil van de euro in de tweede helft van 2002 en tijdens de eerste maanden van 2003, vergeleken met de eerste helft van 2002, zou naar verwachting ook verder bijdragen tot een afzwakking van de inflatoire druk.

De beoordeling van de gevolgen van de monetaire ontwikkelingen voor de prijsstabiliteit was in de tweede helft van 2002 minder duidelijk. Hoewel de monetaire groei na de zomer stevig bleef, dienden de factoren die ten grondslag liggen aan de monetaire tendensen met de nodige behoedzaamheid te worden beoordeeld. Enerzijds werd de aanhoudende sterkte van de monetaire groei voor een groot deel veroorzaakt door de turbulentie op de aandelenmarkten, die de belangstelling van de beleggers voor liquide en veilige, in M3 vervatte activa verhoogde. Anderzijds was dat een gevolg van de lage alternatieve kosten voor het aanhouden van geld, vermits de lage rente in het eurogebied de monetaire expansie leek te hebben bevorderd, wat vooral tot uiting kwam in een aanzienlijke toename van het enge aggregaat M1. Op de lange termijn bezien, bleef de sterke monetaire groei in het eurogebied een reden tot zorg, aangezien er meer liquiditeit beschikbaar was dan nodig zou zijn geweest om een duurzame, niet-inflatoire economi-

sche groei te financieren. De Raad van Bestuur was echter van oordeel dat, in een klimaat van gematigde economische groei, het risico dat die overliquiditeit zich zou uiten in inflatoire druk, gering was. Die beoordeling werd ondersteund door de tempering van de groei op jaarbasis van de kredietverlening aan de particuliere sector, vooral aan niet-financiële ondernemingen.

Als gevolg van de zwakke economische groei en de appreciatie van de euro, begonnen de gegevens vanaf de herfst van 2002 al bij al te wijzen op een afname van de inflatoire druk. Hoewel het inflatieverloop op de korte termijn moeilijk kon worden voorspeld door de spanningen op de oliemarkten, leidde die analyse tot de vaststelling dat er betere vooruitzichten waren dat de inflatie in de loop van 2003 zou dalen tot onder 2% en daarna zou sporen met prijsstabiliteit. Als gevolg daarvan besloot de Raad van Bestuur tijdens zijn vergadering van 5 december 2002 de basisrentetarieven van de ECB met 50 basispunten te verlagen, en op 6 maart 2003 nog eens met 25 basispunten. De minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties kwam daarbij op 2,50%, een naar historische maatstaven zeer laag niveau. De beslissingen om de basisrentetarieven van de ECB te verlagen, zouden naar verwachting enig tegenwicht bieden aan de verschillende factoren die de economische activiteit ongunstig beïnvloeden en aldus bijdragen tot het behoud van prijsstabiliteit op de middellange termijn.

Tijdens zijn vergadering van 5 december heeft de Raad van Bestuur de referentiewaarde voor de geldgroei, die een belangrijke rol speelt in de eerste pijler van de monetaire-beleidsstrategie van de ECB, opnieuw beoordeeld. Hij besloot de waarde voor het ruime aggregaat M3 onveranderd te laten op een groei van 4½% op jaarbasis. Die beslissing was gebaseerd op het feit dat de gegevens de aannames blijven ondersteunen op grond waarvan de referentiewaarde sinds december 1998 wordt afgeleid, namelijk die voor een trendmatige potentiële productiegroei van 2-2½% op jaarbasis en een trendmatige vertraging in de omloopsnelheid van M3 in het eurogebied van ½-1% op jaarbasis. In december 2002 legde de Raad van Bestuur er nogmaals de nadruk op dat, bij het vergelijken van de huidige ontwikkelingen in M3 met de referentiewaarde, voor ogen dient te worden gehouden dat de referentiewaarde een middellange-termijnbegrip is dat in acht moet worden genomen als de aan de gang zijnde ontwikkelingen in M3 worden vergeleken met de referentiewaarde. De ervaring van de voorbije twee jaar wijst er immers op dat de ontwikkeling op de korte termijn van M3 niet noodzakelijkerwijs van invloed is op toekomstige prijsontwikkelingen en dat afwijkingen van M3 ten opzichte van de referentiewaarde moeten worden geanalyseerd in combinatie met andere reële en financiële indicatoren teneinde inzicht te verwerven in de gevolgen ervan voor de prijsstabiliteit.

Kader I

Ervaringen met de impact, op de geldmarktvolatiliteit, van de beslissing van de Raad van Bestuur van de ECB om over te schakelen op maandelijkse beoordelingen van de monetaire-beleidskoers

Op zijn vergadering van 8 november 2001 besloot de Raad van Bestuur van de ECB voortaan onder normale omstandigheden de monetaire-beleidskoers alleen nog tijdens de eerste vergadering van de maand te beoordelen en doorgaans enkel dan rentebeslissingen te nemen. Met die beslissing werd onder meer beoogd bij te dragen tot de stabilisatie van de financiële markten. Hoewel de monetaire-beleidsbeslissingen van de ECB sinds de start van de derde fase van de Economische en Monetaire Unie¹ over het algemeen voorspelbaar zijn geweest, bestond er bij de marktdeelnemers soms onzekerheid omtrent het precieze tijdstip en het belang van dergelijke beslissingen. De hoge frequentie van de vergaderingen heeft waarschijnlijk tot die onzekerheid

¹ Pérez-Quirós and Sicilia (2002), "Is the European Central Bank (and the United States Federal Reserve) predictable?", ECB Working Paper nr. 192. Zie ook Gaspar, Pérez-Quirós and Sicilia (2001) "The ECB monetary policy strategy and the money market", *International Journal of Finance and Economics* 6, 2001, blz. 325-342.

bijgedragen. In dat verband werd geoordeeld dat overgaan op maandelijkse monetaire-beleidsbeslissingen ook zou bijdragen tot het stabiliseren van het inschrijvingsgedrag van de tegenpartijen bij de reguliere herfinancieringstransacties. Indien de markten minder de kans krijgen om in te spelen op rentewijzigingen, zou speculatief gedrag uiteraard minder in de hand worden gewerkt en zouden de rentetarieven bij de tenders van de ECB minder volatiel worden.

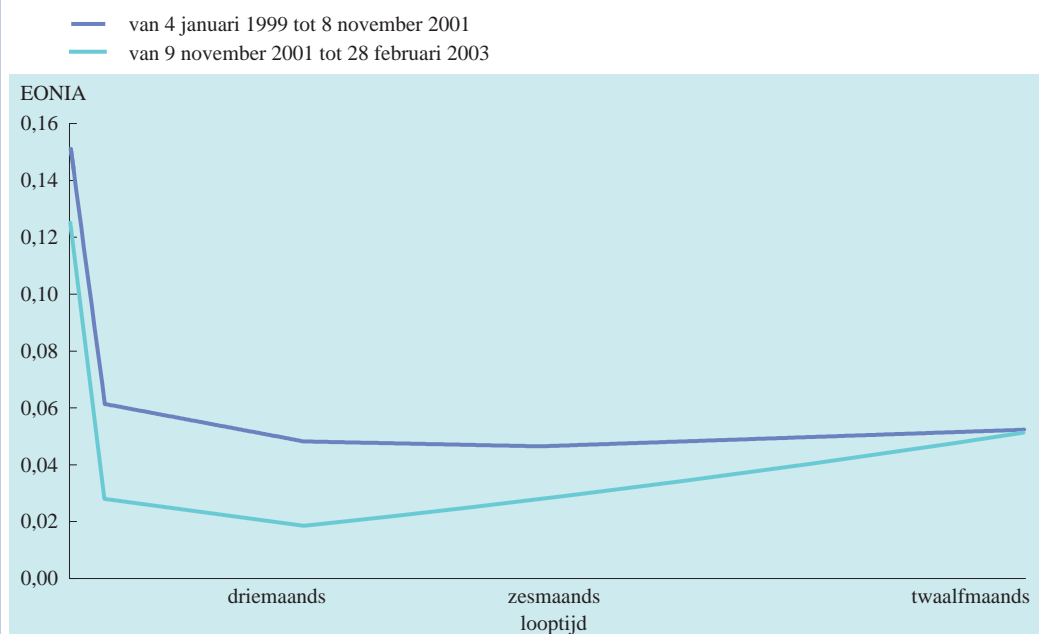
Tegen die achtergrond wordt in dit kader onderzocht of de marktrente stabiel is geworden sinds de frequentie van de monetaire-beleidsvergaderingen gewijzigd is. Er wordt nader ingegaan op de zeer korte geldmarktrente, vermits vooral die rente beïnvloed zou worden door de verminderde frequentie van de monetaire-beleidsvergaderingen. Het is echter niet eenvoudig om een dergelijke analyse te verrichten, daar ze moeilijk te controleren valt voor alle andere elementen die de volatiliteit van die geldmarktrente kunnen beïnvloeden, inclusief de frequentie van de wijzigingen in de belangrijkste rentetarieven van de ECB.

In principe kan worden verwacht dat de verminderde frequentie van monetaire-beleidsvergaderingen de volatiliteit van de geldmarktrente vooral voor de korte looptijden zal verminderen. Tegelijkertijd kan nauwelijks worden verwacht dat de overgang op maandelijkse monetaire-beleidsvergaderingen van enige invloed is in het lange segment van de geldmarktrendementscurve, dat meestal de mate van macro-economische onzekerheid aangeeft.

De grafiek hieronder toont het volatiliteitsverloop van de geldmarktrente met een looptijd van een dag tot een jaar tijdens de periode van 4 januari 1999 tot 8 november 2001 en vanaf 9 november 2001. De volatiliteit van de eenjaars rente volgt na de overgang op maandelijkse monetaire-beleidsvergaderingen een zelfde patroon als de volatiliteit in de voorgaande periode. Dit wijst erop dat de algemene onzekerheid niet ingrijpend is gewijzigd in de periode na de beslissing om over te gaan op maandelijkse monetaire-beleidsvergaderingen. De volatiliteit van de kortere rente verminderde echter aanzienlijk na de verandering van de frequentie van de monetaire-beleidsvergaderingen. Hoewel het moeilijk is om al na een jaar definitieve conclusies te trekken, kan de vermindering van de volatiliteit erop wijzen dat de onzekerheid met betrekking tot de timing van de monetaire-beleidsbeslissingen inderdaad afgenomen is na de beslissing om minder vaak monetaire-beleidsvergaderingen te houden.

Termijnstructuur van de rentevolatiliteit

(standaardafwijking, tijdens de vermelde periode, van dagelijkse veranderingen in het niveau van de geldmarktrente in het eurogebied; procentpunten)



Bron: ECB.

Toelichting: Interpolatie van de standaardafwijking van de EONIA-rente en de tweeweeks, driemaands, zesmaands en twaalfmaands EONIA-swaprente.

2 Monetaire en financiële ontwikkelingen

2.1 Monetaire ontwikkelingen

M3-groei bleef sterk in 2002

Het gemiddelde jaarlijkse groeicijfer van het ruime monetaire aggregaat M3 trok aan van 5,5% in 2001 tot 7,4% in 2002. Na een aanzienlijke versteviging in de tweede helft van 2001 liet de jaarlijkse M3-groei in de eerste maanden van 2002 een lichte vertraging optekenen, waarna hij zich stabiliseerde rond 7% (zie Grafiek 2). Hoewel het voortschrijdend driemaands gemiddelde van de jaarlijkse M3-groei in 2002 ook ietwat terugliep, overschreed het in de loop van het jaar ruimschoots de referentiewaarde van 4½%.

De in 2002 opgetekende forse monetaire groei bleef grotendeels de ontwikkelingen op de financiële markten weerspiegelen. Net als in de tweede helft van 2001 toonden de niet tot de MFI-sector behorende beleggers een uitgesproken voorkeur voor veilige en liquide activa, een en ander als reactie op de dalende

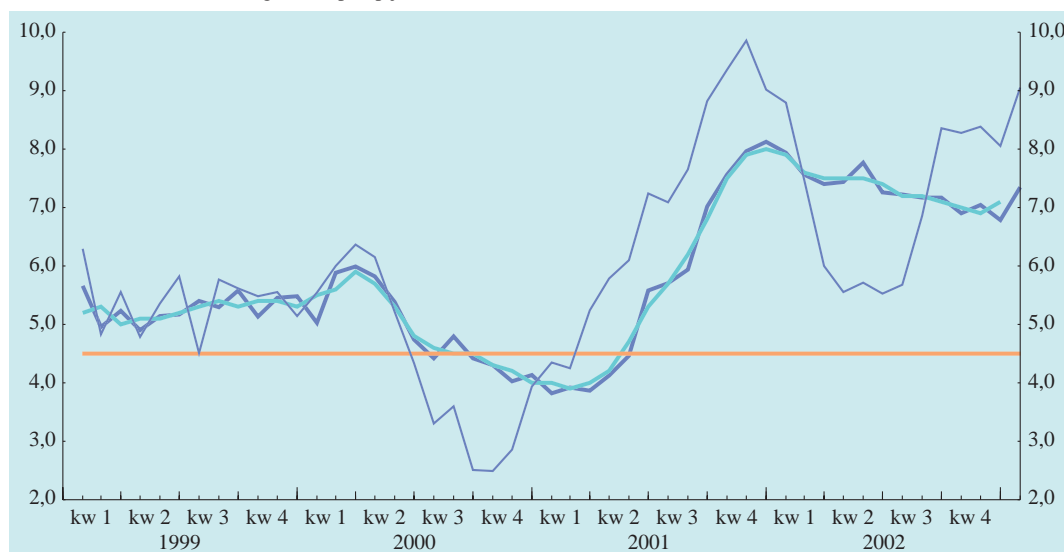
aandelenkoersen en de hoge volatiliteit op de financiële markten. Na de normalisering op de mondiale aandelenmarkten aan het einde van 2001 en het begin van 2002 – die tot uiting kwam in het lichte herstel van de aandelenkoersen en de scherpe daling van de impliciete volatiliteit op de aandelenmarkten – ging de korte-termijndynamiek van M3 in de eerste maanden van 2002 enigszins verzwakken. Nadien toonden de niet-MFI's echter, tegen de achtergrond van een nieuwe achteruitgang van de aandelenkoersen en een verhoogde volatiliteit op de aandelenmarkten, andermaal een duidelijke voorkeur voor veilige en liquide activa. Terwijl tijdens de zomermaanden zowel in M3-instrumenten als in langerlopende rentedragende activa werd belegd ten koste van aandelen, leek nadien vooral geld te vloeien naar in M3 vervatte kortlopende activa, meer bepaald als gevolg van de afvlakking van de rendementscurve en de hogere volatiliteit op de obligatiemarkten. Tegen het einde van het jaar is de korte-termijndynamiek van M3 derhalve aanzienlijk verstevigd.

Grafiek 2

M3-groei en de referentiewaarde

(gecorrigeerd voor seizoen- en kalendereffecten)

- M3 (jaarlijks groeicijfer)
- M3 (gecentreerd driemaands voortschrijdend gemiddelde van het jaarlijkse groeicijfer)
- referentiewaarde (4½%)
- M3 (zesmaands groeitempo op jaarbasis)

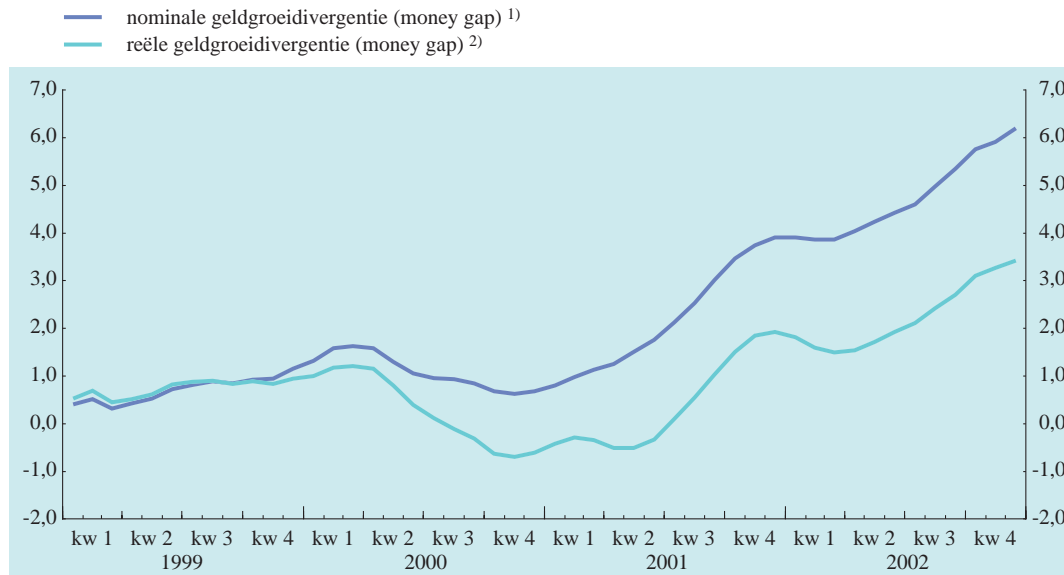


Bron: ECB.

Grafiek 3

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

(in procenten van M3; gecentreerd driemaands voortschrijdend gemiddelde)



Bron: ECB.

- 1) Verschil tussen het werkelijke niveau van M3 en het niveau dat overeenkomt met een monetaire groei in overeenstemming met de referentiewaarde, met december 1998 als basisperiode.
- 2) De nominale geldgroei-divergentie (money gap) minus de afwijking van de consumptieprijzen ten opzichte van een met de definitie van prijsstabiliteit verenigbaar peil, met december 1998 als basisperiode.

De portefeuilleherschikkingen vormden echter niet de enige factor die in 2002 voor een sterke monetaire dynamiek zorgde. Wellicht werd de M3-groei ook aangewakkerd door het lage peil van de korte rente en derhalve door de relatief geringe alternatieve kosten voor het aanhouden van met name de meest liquide componenten van M3. Dit blijkt uit de geleidelijke toename van de jaarlijkse groei van het enge monetaire aggregaat M1, van 5,5% in het vierde kwartaal van 2001 tot 8,8% in het overeenkomstige kwartaal van 2002.

Deze aanhoudende periode van forse geldgroei resulteerde voor het eurogebied in de accumulatie van een groter liquiditeitsvolume dan wellicht nodig is voor het financieren van een duurzame, niet-inflatoire groei. Dit blijkt uit indicatoren van overliquiditeit. In Grafiek 3 wordt de nominale geldgroei-divergentie gemeten als het verschil tussen het werkelijke peil van M3 en het niveau dat M3 zou hebben bereikt als de monetaire groei vanaf december 1998 voortdurend gelijk was geweest aan de referentiewaarde van 4½% (de basis-

periode). Voorts wordt de reële geldgroei-divergentie gedefinieerd als het verschil tussen het effectieve peil van M3 gedefleerd met de HICP en het M3-peil in reële termen verkregen op basis van een nominale monetaire groei die in overeenstemming is met de referentiewaarde van 4½% en van een inflatiepeil dat strookt met de ECB-definitie van prijsstabiliteit, eveneens met december 1998 als basisperiode.¹ Na een lichte daling gedurende de eerste maanden van 2002 zijn zowel de nominale als de reële geldgroei-divergentie geleidelijk gestegen en tegen eind 2002 bereikten ze hun hoogste peil sinds de aanvang van de derde fase van de Economische en Monetaire Unie (EMU).

Die sterke monetaire dynamiek in 2002 beruiste hoofdzakelijk op de ontwikkelingen

¹ Bij de interpretatie van de nominale en reële geldgroei-divergentie moet in aanmerking worden genomen dat de keuze van de basisperiode enigszins willekeurig is. Als gevolg daarvan verschaft het peil van die maatstaven minder informatie dan de wijzigingen erin (zie het artikel "Monetaire analyse: kader en instrumenten" uit het ECB Maandbericht van mei 2001).

Tabel I**Componenten van M3***(mutaties in procenten per jaar; jaar- en kwartaalgemiddelden)*

	2001	2002	2001 kw 4	2002 kw 1	2002 kw 2	2002 kw 3	2002 kw 4	2003 jan.
<i>Voor seizoen- en kalendereffecten gecorrigeerd</i>								
M1	3,6	7,3	5,5	6,2	6,6	7,6	8,8	9,8
<i>waarvan: chartale geldomloop</i>	-7,6	-11,8	-18,6	-28,0	-19,9	-7,7	12,9	34,6
<i>waarvan: girale deposito's</i>	5,9	10,7	10,4	13,0	11,7	10,3	8,2	6,6
M2 – M1 (= overige kortlopende deposito's)	4,8	5,9	5,9	6,7	6,4	5,5	4,9	4,0
M2	4,2	6,5	5,7	6,5	6,5	6,5	6,7	6,7
M3 – M2 (= verhandelbare instrumenten)	14,2	12,3	20,6	15,9	14,0	11,6	8,4	11,0
M3	5,5	7,4	7,7	7,8	7,5	7,2	7,0	7,4
<i>Niet voor seizoen- en kalendereffecten gecorrigeerd</i>								
Chartale geldomloop	-7,7	-11,6	-18,4	-27,9	-19,7	-7,7	12,9	35,2
Girale deposito's	5,9	10,8	10,1	13,0	11,7	10,4	8,3	6,1
<i>Deposito's met een vaste looptijd tot en met twee jaar</i>	11,9	2,3	7,3	3,6	2,9	1,4	1,3	0,6
<i>Deposito's met een opzegtermijn tot en met drie maanden</i>	-0,5	8,8	5,0	9,1	9,4	8,9	7,7	6,9
Repo's	18,6	3,0	19,5	4,6	2,3	2,9	2,3	11,9
Aandelen/participaties in geldmarktfondsen	13,9	23,6	25,5	29,5	25,1	22,4	18,6	17,2
Schuldbewijzen met een looptijd tot en met twee jaar ¹⁾	9,3	-2,2	11,5	1,6	3,9	-4,3	-9,2	-8,3

Bron: ECB.

1) Met inbegrip van geldmarktpapier.

van M1 en van de verhandelbare instrumenten (zie Tabel I). Binnen M1 veerde het jaarlijkse groeicijfer van de chartale geldomloop sterk op. Na een daling van het groeitempo met bijna een derde in de aanloop naar de overgang op de chartale euro in 2001, vulden de economische subjecten hun chartale-geldtegoeden in 2002 betrekkelijk snel weer aan. Dit was in de eerste plaats het resultaat van een omkering van de vroegere omzettingen van chartaal geld in girale deposito's en overige in M3 vervatte kortlopende deposito's, maar ook van een opleving van de vraag naar eurobankbiljetten vanwege niet-ingezetenen van het eurogebied, zoals blijkt uit betalingsbalansgegevens voor het eurogebied. Als gevolg van de kentering in de vroegere vlucht uit chartaal geld is het jaarlijkse groeicijfer van de girale deposito's in 2002 enigszins teruggelopen, hoewel het relatief hoog bleef. Zoals hierboven vermeld, leken de ontwikkelingen van M1 als geheel vooral de lage alternatieve kosten van het aanhouden van chartaal geld en girale deposito's te weerspiegelen. Bovendien leidde wellicht ook de onrust op de financiële markten tot een stijging van de

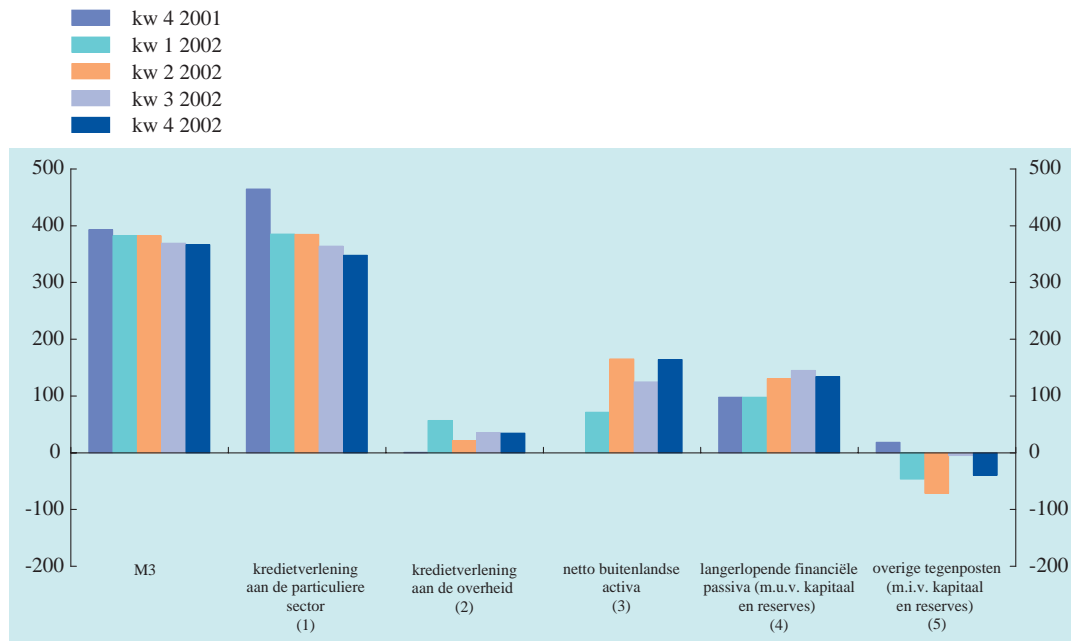
vraag naar zeer liquide activa, vooral in de tweede helft van het jaar.

Daarentegen nam de jaarlijkse groei van de kortlopende deposito's met uitzondering van girale deposito's af van 5,9% in het laatste kwartaal van 2001 tot 4,9% in het vierde kwartaal van 2002. Deze daling hing vooral samen met het verloop van de kortlopende deposito's (deposito's met een vaste looptijd tot en met twee jaar), dat gedeeltelijk werd gecompenseerd door een sterkere jaarlijkse groei van de kortlopende spaardeposito's (deposito's met een opzegtermijn tot en met drie maanden). Het verhoudingsgewijs geringe verschil tussen de bancaire rentetarieven voor beide soorten van kortlopende deposito's maakte klaarblijkelijk het aanhouden van kortlopende spaardeposito's relatief aantrekkelijk. De tragere jaarlijkse groei van de totale kortlopende spaardeposito's met uitzondering van girale deposito's kan ook gedeeltelijk te maken hebben gehad met omgekeerde verschuivingen naar chartale-geldtegoeden na de overgang op de chartale euro.

Grafiek 4

Ontwikkelingen M3 en tegenposten

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



Bron: ECB.

$M3 = 1 + 2 + 3 - 4 + 5$

Ondanks een vertraging in de loop van 2002 bleef het jaarlijkse groeitempo van de verhandelbare instrumenten relatief hoog; in het laatste kwartaal van 2002 bedroeg het 8,4%. Bovendien verstevigde de kortere-termijndynamiek in de tweede helft van 2002, wat wees op nieuwe portefeuilleschuivingen naar M3 tegen de achtergrond van de grote onzekerheid op de financiële markten. Binnen de verhandelbare instrumenten namen de aandelen en participaties in geldmarktfondsen in 2002 bijzonder sterk toe. Deze instrumenten worden in periodes van turbulentie op de financiële markt vaak aangewend om geldmiddelen tijdelijk te “stallen”.

Ook in januari 2003 bleef de monetaire groei fors aantrekken als gevolg van de aanhoudende portefeuilleschikkingen en het lage peil van de korte rentes. Het driemaands gemiddelde van de jaarlijkse groeicijfers van M3 steeg tot 7,1% in de periode gaande van november 2002 tot januari 2003, tegen 6,9% in de periode gaande van oktober tot december 2002.

Steeds tragere groei van kredietverlening aan particuliere sector

Grafiek 4 geeft een overzicht van de bewegingen van M3 en van zijn tegenposten in de geconsolideerde balans van de MFI's in 2002. Over het geheel genomen, ging de sterke groei van M3 gepaard met een afnemende groei van de totale kredietverlening door MFI's aan ingezetenen van het eurogebied, een toenemende groei van de langerlopende financiële passiva (met uitzondering van kapitaal en reserves) van de MFI's en hogere netto externe activa van de MFI-sector in het eurogebied.

Bij een nadere beschouwing van die ontwikkelingen, te beginnen met die van de kredietverlening, blijkt dat de gemiddelde jaarlijkse groei van het totale volume van de kredieten van MFI's aan ingezetenen van het eurogebied afgenomen is van 5,4% in 2001 tot 4,5% in 2002. Die vermindering was het gevolg van een aanzienlijke daling van het jaarlijkse groeicijfer van de kredietverlening aan de particuliere sector, terwijl de jaarlijkse groei van de

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

	2001	2002	2001 kw 4	2002 kw 1	2002 kw 2	2002 kw 3	2002 kw 4	2003 jan.
Langerlopende financiële passiva (m.u.v. kapitaal en reserves)	3,0	4,4	2,9	3,1	4,0	5,1	5,2	5,7
Deposito's met een vaste looptijd van meer dan twee jaar	-0,2	1,4	-0,2	0,2	0,9	1,9	2,6	2,6
Deposito's met een opzegtermijn van meer dan drie maanden	3,8	-11,2	-5,7	-11,5	-13,2	-11,1	-9,0	-5,3
Schuldbewijzen met een looptijd van meer dan twee jaar	5,4	7,8	5,9	6,5	7,7	8,8	8,1	8,7
Kredietverlening aan ingezetenen van het eurogebied	5,4	4,5	5,2	5,1	4,5	4,2	4,1	4,2
Kredietverlening aan de overheid	-4,0	1,6	-0,7	1,7	1,8	1,1	1,9	1,8
Effecten met uitzondering van aandelen	-6,2	3,5	-0,7	3,5	3,8	2,5	4,1	3,5
Leningen	-1,0	-1,0	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-1,2	-0,8
Kredietverlening aan overige ingezetenen van het eurogebied	8,3	5,3	6,9	6,1	5,2	5,0	4,8	4,8
Effecten met uitzondering van aandelen	22,6	12,5	23,8	22,3	14,8	7,5	6,9	9,1
Aandelen en participaties	7,2	0,7	3,2	2,1	-3,5	1,0	3,3	0,4
Leningen	7,8	5,3	6,5	5,7	5,6	5,3	4,8	5,0

Bron: ECB.

kredietverlening aan de overheid in 2002 positief werd (zie Tabel 2).

De tragere groei van de kredietverlening aan de particuliere sector weerspiegelde het verloop van de MFI-leningen, waarvan de jaarlijkse groei terugliep van 6,5% in het laatste kwartaal van 2001 tot 4,8% in het vierde kwartaal van 2002. Wat de sectorale ontwikkelingen betreft, blijkt dat de jaarlijkse groei van de MFI-leningen aan niet-financiële ondernemingen fors vertraagde, deels vanwege de geringere fusie- en overname-activiteit, terwijl de jaarlijkse groei van de leningen aan huishoudens enigszins toenam. (Voor meer informatie over het verloop van de leningen per sector wordt verwezen naar de subparagraaf over de ontwikkelingen in de schuld-financiering van de niet-financiële sectoren van het eurogebied in Paragraaf 2.2.)

Al met al kwam de gemiddelde jaarlijkse groei van de leningen aan de particuliere sector in 2002, in reële termen, iets lager uit dan het sinds 1980 opgetekende lange-termijngemiddelde ervan. De dynamiek in de kredietverlening bleek echter niet bepaald zwak, gezien het klimaat van gematigde economische groei

en grote economische onzekerheid. De gegevens over de groei van de leningen leken dan ook niet te wijzen op algemene kredietbeperkingen in het eurogebied. Tegelijkertijd kan niet worden uitgesloten dat in sommige landen de MFI's voorzichtiger zijn geworden met het verstrekken van leningen aan bepaalde sectoren van de economie.

Ten slotte weerspiegelde de snellere groei van de kredietverlening aan de overheid de toegenomen financieringsbehoeften van de overheid in het eurogebied, deels als gevolg van lagere belastingontvangsten tegen de achtergrond van een bescheiden economische groei.

Wat de overige tegenposten van M3 betreft, blijkt dat de jaarlijkse groei van de langerlopende financiële passiva (met uitzondering van kapitaal en reserves) van de MFI's in de eerste drie kwartalen van 2002 fors opliep. Aanvankelijk vloeiende dit misschien voort uit het steilere beloop van de rendementscurve tot de lente van 2002, maar vervolgens ook uit de opnieuw toegenomen onzekerheid op de mondiale aandelenmarkten. In het laatste kwartaal van 2002 bleef de jaarlijkse groei van

de langerlopende financiële passiva (met uitzondering van kapitaal en reserves) van de MFI's doorgaans stabiel, wat erop wijst dat de stimulerende invloed van de ontwikkelingen op de aandelenmarkt gecompenseerd werd door de effecten van de daling van de lange rente en mogelijk ook door een stijging van de volatiliteit op de obligatiemarkt.

Tot slot bleef de twaalfmaands netto kapitaaluitvoer van de MFI-sector in het eurogebied in de loop van 2002 sterk toenemen. In de twaalfmaands periode tot en met december 2002 stegen de netto externe activa van de MFI's in het eurogebied met €164 miljard, terwijl die activa in de twaalfmaands periode tot en met december 2001 overwegend stabiel waren gebleven. Deze aanzienlijke verbetering van de netto externe vermogenspositie van de MFI's in het eurogebied was zowel te danken aan een flinke verbetering van de lopende rekening van het eurogebied als aan een netto-instroom in het eurogebied van directe investeringen in combinatie met portefeuillebeleggingen. Die netto-instroom hield onder meer verband met de gematigde portefeuillebeleggingen door ingezetenen van het eurogebied in buitenlandse aandelen en schuldbewijzen.

Samenvattend, kan worden gesteld dat M3 in 2002 krachtig bleef groeien, wat resulteerde in de accumulatie van een grotere liquiditeitsmassa dan wellicht nodig is ter financiering van een duurzame, niet-inflatoire groei in het eurogebied. Hoewel er in de eerste maanden van 2002 enkele aanwijzingen waren dat de monetaire groei licht vertraagde als gevolg van een langzame kentering in de vroegere portefeuilleschikkingen, werden die nadien niet bewaarheid. Integendeel, naderhand resulteerden nieuwe portefeuilleschikkingen in een verdere stijging van de maatstaven van overliquiditeit. Deze hoge overliquiditeit werd – indien niet tijdig gecorrigeerd – beschouwd als een potentieel risico voor prijsstabiliteit op de middellange termijn. Gelet op de matige economische groei in 2002 werd het gevaar dat de geaccumuleerde overliquiditeit zich zou vertalen in inflatoire spanningen echter klein geacht, een zienswijze

die vooral in de tweede helft van 2002 gold. De voortdurende vertraging van de jaarlijkse groei van de leningen aan de particuliere sector ondersteunde die opvatting.

2.2 Financiële markten

Uitgifte van schuldbewijzen groeit trager

In 2002 is de markt van de door ingezetenen van het eurogebied uitgegeven schuldbewijzen blijven groeien, hoewel trager dan in 2001. Het uitstaande bedrag aan schuldbewijzen nam tussen eind 2001 en eind 2002 met 6,4% toe, tegen 7,1% in 2001. De jaarlijkse groei van het uitstaande bedrag aan kortlopende schuldbewijzen steeg van 4,1% eind 2001 tot 12,0% eind 2002, hoewel die groei in de loop van het jaar terugliep tot slechts 0,2% in april en zich daarna in de loop van de laatste maanden van het jaar herstelde. Tegelijkertijd is de jaarlijkse groei van het uitstaande bedrag aan langlopende schuldbewijzen gedaald van 7,4% in 2001 tot 5,8% in 2002.

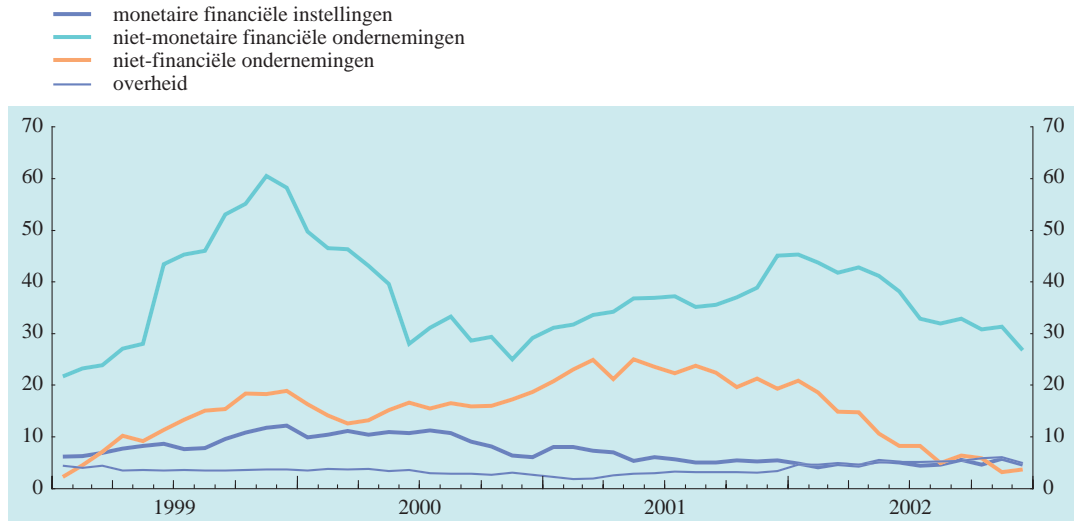
De uitgifte-activiteit werd in 2002 gekenmerkt door een daling in de particuliere sector en een stijging in de overheidssector wat, naast andere factoren, de verschillende financieringsbehoeften van deze sectoren in een periode van zwakke economische groei weerspiegelden.

De jaarlijkse aanwas van het totale uitstaande bedrag aan door de overheid uitgegeven schuldbewijzen trok aan van 3,4% eind 2001 tot 5,0% eind 2002, doordat zowel de centrale overheid als de andere deelsectoren van de overheid hun uitgifte-activiteit intensiverden (zie Grafiek 5). Het uitstaande bedrag aan schuldbewijzen van de andere deelsectoren van de overheid, die voornamelijk bestaan uit lokale en regionale overheden, groeide in 2002 met 27,4%, tegen 24,0% eind 2001, wat een afspiegeling was van minder gunstige begrotingsontwikkelingen en van de daaruit voortvloeiende toegenomen financieringsbehoeften van die overheden.

Grafiek 5

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

(mutaties in procenten per jaar)



Bron: ECB.

In de particuliere sector is de jaarlijkse groei van het totale uitstaande bedrag aan door de MFI's uitgegeven schuldbewijzen licht gedaald van 5,5% eind 2001 tot 4,6% eind 2002. Deze daling van de uitgifte-activiteit weerspiegelde wellicht de geringere financieringsbehoeften van de MFI's als gevolg van de matige vraag naar leningen door de particuliere niet-financiële sector tegen de achtergrond van een lusteloze economische activiteit, in combinatie met een aanhoudend sterke instroom van deposito's naar de MFI's.

In de particuliere, niet tot de MFI's behorende sector is de jaarlijkse groei van het uitstaande bedrag aan door niet-financiële ondernemingen uitgegeven en in euro luidende schuldbewijzen aanzienlijk gedaald van 19,3% eind 2001 tot 3,7% eind 2002. Het uitstaande bedrag aan schuldbewijzen uitgegeven door niet-monetaire financiële instellingen nam in 2002 met 26,8% toe, tegen 45,1% eind 2001. De aanhoudend sterke groei van de uitgifte-activiteit in deze sector was mogelijkterwijs voor een deel toe te schrijven aan een verschuiving van rechtstreekse uitgiften door de sector van de niet-financiële ondernemingen naar indirecte uitgiften via "special-purpose vehicles" (SPVs) binnen de sector van de niet-monetaire finan-

ciële instellingen. De toegenomen uitgifte-activiteit via dit kanaal kan erop wijzen dat aan deze vorm van structurele financiering in het algemeen een hoge kredietbeoordeling wordt toegekend. Niettemin vond de al met al tragere groei van het uitstaande bedrag aan schuldbewijzen uitgegeven door de particuliere, niet tot de MFI's behorende sector plaats in een omgeving met een geringere behoefte aan werkkapitaal en een toenemende bezorgdheid van de beleggers over het kredietrisico. Dit laatste bleek uit een verslechtering van de financieringsvoorwaarden voor bedrijven, daar de rendementsecarts bij bedrijfsobligaties in het segment met een lage kredietbeoordeling aanzienlijk vergrootten en in 2002 relatief hoog opliepen in vergelijking met voorgaande jaren. In de loop van het jaar hadden ook bedrijven met een investment grade steeds meer te kampen met een neerwaartse bijstelling van hun rating. Dit betekende dat voor de bedrijven waarvan de kredietwaardigheid lager werd beoordeeld – en die na het verlies van hun "investment grade"-status "gevallen engelen" werden –, de financieringskosten op de markt voor bedrijfsobligaties sterker toenamen dan de verruiming van de ecarts.

Hoewel de jaarlijkse groei van het uitstaande bedrag aan in euro luidende schuldbewijzen aanzienlijk daalde, zijn de financieringsvoorwaarden voor bedrijven niet erg verslechterd. De uitgifte van schuldbewijzen bleef vrij krachtig. Bovendien verbeterden de totale financieringskosten voor schuldbewijzen met een investment grade, aangezien de verruiming van de ecart met overheidsobligaties ruimschoots werd gecompenseerd door de dalen van de rendementen op langlopende overheidsobligaties (zie Grafiek 11(a)). Al met al gaf de markt voor in euro luidende bedrijfsobligaties blijk van een aanzienlijke veerkracht.

Aan de zwakke uitgifte-activiteit van de particuliere sector lag een aanmerkelijke vertraging in de groei van de uitstaande bedragen aan kortlopende schuldbewijzen ten grondslag. Door de algemene verlagingen van de kredietwaardigheid van bedrijven – zoals hierboven vermeld – vonden sommige emittenten de marktvoorwaarden gunstiger voor de uitgifte van langlopend dan van kortlopend papier, net zoals sommige beleggers geen kortlopend papier wensten op te nemen onder een bepaalde kredietbeoordeling.

Ondanks het tragere groeitempo was de verhouding van de uitstaande schuldbewijzen uitgegeven door zowel niet-monetaire financiële als niet-financiële ondernemingen in de totale uitgifte door ingezetenen eind 2002 licht opgelopen tot 12,5%, tegen 11,6% eind 2001 (zie Tabel 3). In overeenstemming met deze kleine verandering bleef het aandeel van de MFI-sector en de overheid in de omloop van in euro luidende schuldbewijzen eind 2002 ook grotendeels onveranderd op respectievelijk 36,1% en 51,4%. Zowel wat de uitstaande bedragen als wat de totale uitgifte betreft, bleven die twee sectoren samen de markt voor in euro luidende schuldbewijzen domineren.

Het aandeel van de bruto-uitgifte van in euro luidende schuldbewijzen door ingezetenen van het eurogebied in hun totale bruto-emissie in alle valuta's stabiliseerde zich in 2002 rond 93%. Ook de jaarlijkse groei van de niet in euro luidende schuldbewijzen uitgege-

ven door ingezetenen van het eurogebied bleef in 2002 globaal genomen stabiel op 11,3%. Sinds de aanvang van de derde fase van de EMU groeide de uitgifte van schuldbewijzen in vreemde valuta's door ingezetenen van het eurogebied systematisch sterker dan hun emissies in euro. Dit is wellicht toe te schrijven aan de groeiende internationalisering van de kapitaalmarkten, die een grotere valuta-diversificatie door schuldemittenten in het eurogebied in de hand werkte (zie Kader 2 "Recente verbeteringen in de statistieken omtrent effectenemissies" op blz. 15 van het Maandbericht van januari 2003). De euro bleef ook een aantrekkelijke valuta voor internationale emittenten. De jaarlijkse groei van het uitstaande bedrag van in euro luidende schuldbewijzen uitgegeven door niet-ingezetenen van het eurogebied bedroeg in 2002 zowat 12,9%, tegen 17,5% eind 2001.

Uiteenlopende ontwikkelingen in de schuldfinanciering van de niet-financiële sectoren van het eurogebied

Conform de ontwikkelingen van de MFI-leningen en van de uitgifte van schuldbewijzen is de jaarlijkse groei van de schuldfinanciering van

Tabel 3
Sectoraal aandeel van de uitstaande bedragen van in euro luidende schuldbewijzen uitgegeven door ingezetenen van het eurogebied

(procenten; per ultimo)

	1998	1999	2000	2001	2002
MFI's	35,8	37,0	37,4	36,5	36,1
Niet tot de MFI-sector behorende ondernemingen	7,1	8,5	9,7	11,6	12,5
<i>Niet-monetaire financiële ondernemingen</i>	2,3	3,3	4,0	5,3	6,3
<i>Niet-financiële ondernemingen</i>	4,8	5,2	5,7	6,3	6,2
Overheid	57,1	54,5	52,9	51,9	51,4
<i>Centrale overheid</i>	55,4	52,9	51,2	50,0	49,1
<i>Andere overheidssectoren</i>	1,7	1,6	1,7	1,9	2,3

Bron: ECB.

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

de niet-financiële sectoren van het eurogebied in 2002 teruggelopen tot om en bij 4¼% in het vierde kwartaal, tegen 5,4% in het laatste kwartaal van 2001 (zie Tabel 4). Dit weerspiegelde een aanhoudende daling van de jaarlijkse groei van de schuldfinanciering van de niet-financiële ondernemingen, terwijl de schuldfinanciering van de huishoudens en de overheid op jaarbasis enigszins toenam ten opzichte van het laatste kwartaal van 2001 (zie Grafiek 6).

Na een langdurige daling tussen het derde kwartaal van 1999 en het eerste kwartaal van 2002 is de jaarlijkse groei van de schuldfinanciering van de huishoudens licht gestegen, tot zowat 6% in het vierde kwartaal van 2002. In het bijzonder de langlopende schuldfinanciering

(d. i. met een oorspronkelijke looptijd van meer dan een jaar) van de huishoudens bleef snel toenemen, grotendeels als gevolg van de sterke groei van de door MFI's uit het eurogebied verstrekte leningen voor woningaankopen (zie Tabel 5). Deze werd op zijn beurt gestimuleerd door de historisch lage hypotheekrente en de aanhoudend forse stijgingen van de huizenprijzen in sommige eurolanden. Als gevolg van de krachtige groei van de totale schuldfinanciering van de huishoudens is hun schuldquote in 2002 licht gestegen tot om en bij 51% in het laatste kwartaal van het jaar (zie Grafiek 7).

De jaarlijkse groei van de schuldfinanciering van de niet-financiële ondernemingen vertraagde in het vierde kwartaal van 2002 tot

Tabel 4

Schuldfinanciering van de niet-financiële sectoren in het eurogebied¹⁾

	Uitstaand bedrag als percentage van de schuldfinanciering ²⁾ (van bedoelde sectoren)	Jaarlijkse groei in procenten (per ultimo) ³⁾						
		1999	2000	2001	2002 kw 1	2002 kw 2	2002 kw 3	2002 kw 4 ⁴⁾
Totaal	100	6,3	7,2	5,4	5,4	5,1	4,7	4 ¼
<i>waarvan:</i> kortlopende schuldfinanciering	17,8	5,3	11,0	5,4	3,0	1,6	0,8	1 ½
<i>waarvan:</i> langlopende schuldfinanciering	82,2	6,6	6,4	5,4	5,9	5,9	5,6	5
Huishoudens ⁵⁾	27,1	10,7	7,4	5,7	5,7	5,9	6,1	6
<i>waarvan:</i> kortlopende schuldfinanciering	8,1	9,0	6,3	-0,7	-0,6	1,1	1,2	2 ¼
<i>waarvan:</i> langlopende schuldfinanciering	91,9	10,8	7,5	6,3	6,3	6,4	6,6	6 ¼
Niet-financiële ondernemingen	33,3	8,6	14,3	8,3	6,4	5,6	4,2	3 ¾
<i>waarvan:</i> kortlopende schuldfinanciering	30,6	10,9	20,2	5,0	1,0	-2,9	-3,4	-2 ¼
<i>waarvan:</i> langlopende schuldfinanciering	69,4	7,6	11,7	9,9	9,2	10,0	8,0	6 ¾
Overheid	39,6	2,3	1,8	2,9	4,3	4,0	4,2	3 ½
<i>waarvan:</i> kortlopende schuldfinanciering	13,8	-4,6	-2,8	9,2	8,9	11,6	9,7	9
<i>waarvan:</i> langlopende schuldfinanciering	86,2	3,4	2,5	2,0	3,6	2,8	3,3	2 ¾

Bron: ECB.

Toelichting : De meeste in het ESR 95 gedefinieerde passivacategorieën zijn vervat in de kwartaalgegevens over de financiering van de niet-financiële sectoren in het eurogebied. Financiële derivaten, door de overheid en de niet-financiële ondernemingen verstrekte leningen, niet-genoteerde aandelen, deelnemingen en overige te ontvangen en te betalen bedragen zijn nog niet opgenomen. Dit geldt ook voor leningen toegestaan door banken in het buitenland. Voor meer informatie wordt verwezen naar de voetnoten bij Tabel 6.1 in "Statistiek voor het eurogebied" van het ECB Maandbericht.

- 1) Schuldfinanciering omvat leningen, uitgegeven schuldbewijzen, pensioenfondreserves van niet-financiële ondernemingen en depositoverplichtingen van de centrale overheid. Kortlopende schuldfinanciering, te weten met een oorspronkelijke looptijd tot en met een jaar, omvat kortlopende leningen, kortlopende uitgegeven schuldbewijzen en depositoverplichtingen van de centrale overheid.
- 2) Per ultimo derde kwartaal 2002. Totale kort- en langlopende schuldfinanciering en schuldfinanciering per sector als percentage van de totale schuldfinanciering. Kort- en langlopende schuldfinanciering van bedoelde sectoren als percentage van de sectorschuldfinanciering. Als gevolg van afronding komen de cijfers niet steeds exact uit op 100.
- 3) De jaarlijkse groeicijfers zijn berekend als de verhouding van het cumulatieve bedrag aan schuldfinanciering in de laatste vier kwartalen tot de waarde in het begin van de meetperiode.
- 4) De cijfers voor het meest recente kwartaal zijn geraamd op basis van in monetaire en bancaire statistieken vermelde transacties en van statistische gegevens over effectenuitgiften.
- 5) Met inbegrip van instellingen zonder winstoogmerk ten behoeve van huishoudens.

net iets minder dan 4%, tegen 8,3% in het overeenkomstige kwartaal van 2001. In de eerste helft van 2002 weerspiegelde die vertraging hoofdzakelijk een sterke inkrimping van de twaalfmaands verandering in de kortlopende kredieten (d.i. met een oorspronkelijke looptijd tot en met een jaar). De niet-financiële ondernemingen verminderden met name hun kortlopende leningen verstrekt door MFI's uit het eurogebied, die ongeveer 75% van het uitstaande bedrag van hun kortlopende schuld vertegenwoordigen. De jaarlijkse groei van de langlopende schuldfinanciering van de niet-financiële ondernemingen hield in die periode vrij goed stand. In de tweede helft van 2002, daarentegen, vertraagde de jaarlijkse groei van de langlopende schuldfinanciering van de niet-financiële ondernemingen, namelijk tot om en bij 6¾% in het laatste kwartaal van 2002, tegen 10,0% in het tweede kwartaal. Deze daling was het resultaat van soortgelijke ontwikkelingen voor zowel de langlopende leningen als de emissie van langlopende schuldbewijzen. In totaal bleef de schuldquote van de niet-financiële ondernemingen in 2002 overwegend stabiel op iets meer dan 62% (zie Grafiek 7).

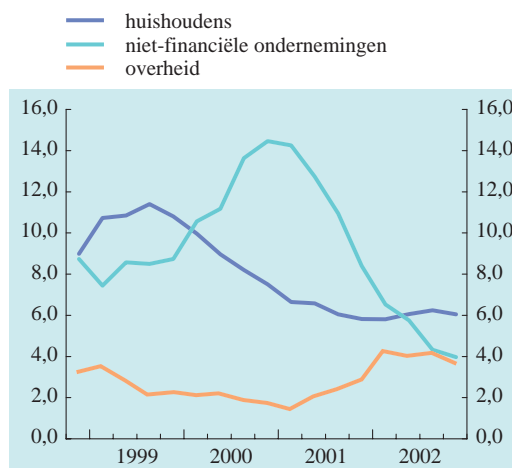
De tragere groei van de schuldfinanciering van de niet-financiële ondernemingen weerspiegelde de veel geringere fusie- en overnameactiviteit en de matige reële investeringen tegen de achtergrond van een zwakke totale vraag en lage bedrijfswinsten. Bovendien voelden de niet-financiële ondernemingen misschien de behoefte hun balansposities te verbeteren en hun schuldpeil terug te schroeven. Ten slotte kan niet worden uitgesloten dat de MFI's in sommige landen van het eurogebied iets voorzichtiger waren met het toestaan van leningen, als reactie op de dalende winstgevendheid van de bedrijven en de waardeverminderingen van de financiële activa van de niet-financiële ondernemingen.

Het jaarlijkse groeicijfer van de schuldfinanciering van de overheid schommelde in 2002 rond 4%, vergeleken met 2,9% in het laatste kwartaal van 2001. Dit wees op grotere financieringsbehoeften tegen de achtergrond van

Grafiek 6

Schuldfinanciering van de niet-financiële sectoren in het eurogebied

(mutaties in procenten per jaar)



Bron: ECB.

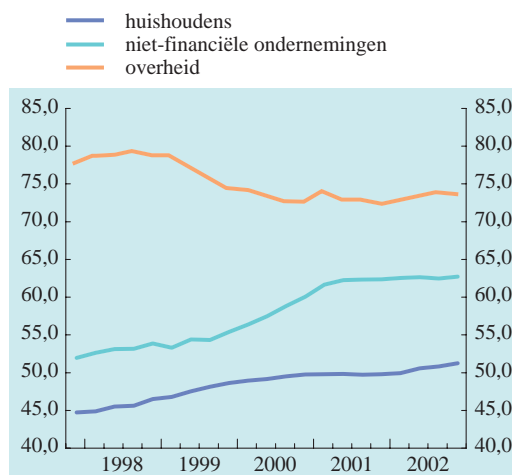
Toelichting: Voor meer informatie wordt verwezen naar Tabel 4.

de aanhoudend matige economische groei in het eurogebied. De groei op jaarbasis van de kredietbehoefte van de overheid op de korte termijn bleef krachtig, hoewel hij in de tweede helft van het jaar ietwat vertraagde, terwijl het jaarlijkse groeicijfer van de langlopende

Grafiek 7

Schuldquote van de niet-financiële sectoren in het eurogebied

(procenten)



Bron: ECB.

Toelichting: Voor meer informatie wordt verwezen naar Tabel 4. De schuldquote op basis van de kwartaalrekeningen valt in vergelijking met de jaarrekeningen enigszins lager uit, voornamelijk omdat hierin niet het krediet is begrepen dat wordt verleend door de niet-financiële sectoren en door banken buiten het eurogebied.

Tabel 5**MFI-leningen aan huishoudens en niet-financiële ondernemingen***(per ultimo; niet voor seizoen- en kalendereffecten gecorrigeerd)*

	Uitstaand bedrag in procenten van het totaal ¹⁾	Jaarlijkse groei in procenten						
		1999	2000	2001	2002 kw 1	2002 kw 2	2002 kw 3	2002 kw 4
Huishoudens ²⁾	52,5	10,7	7,4	5,2	5,4	5,7	5,9	5,8
Consumptief krediet ³⁾	15,8	7,5	7,8	3,0	3,7	3,0	3,2	3,7
Woninghypotheken ³⁾	66,4	12,2	8,5	6,9	7,3	7,8	7,8	7,6
Overige leningen	17,8	8,8	3,6	1,7	0,4	0,9	1,7	1,5
Niet-financiële ondernemingen	47,5	6,9	10,9	6,2	5,0	4,4	3,5	3,5
Tot en met 1 jaar	33,2	5,9	12,8	2,1	-1,6	-3,1	-2,6	-1,6
Meer dan 1 jaar	66,8	7,5	9,9	8,6	8,8	8,8	6,9	6,3

Bron: ECB.

Toelichting: Voor meer informatie wordt verwezen naar de voetnoten bij Tabel 2.5 in "Statistieken voor het eurogebied" van het Maandbericht en de desbetreffende technische aantekeningen.

- 1) Per ultimo vierde kwartaal 2002. Leningen van elke sector in procenten van de totale MFI-leningen aan de niet-financiële particuliere sector (m.u.v. instellingen zonder winstoogmerk ten behoeve van huishoudens); uitsplitsing naar doel en naar looptijd van de lening in procenten van de MFI-leningen aan de desbetreffende sector. Als gevolg van afronding komen de cijfers niet steeds exact uit op 100.
- 2) In overeenstemming met de ESR 95-definitie van huishoudens, dat is m. u. v. instellingen zonder winstoogmerk ten behoeve van huishoudens.
- 3) De definities van consumptief krediet en woninghypotheken stemmen niet overal in het eurogebied overeen.

schuldfinanciering rond amper 3% schomelde. Dit kan erop duiden dat de overheid gebruik maakte van de lage stand van de korte rente om in haar extra kredietbehoeften te voorzien.

Aandelenkoersen daalden verder in het licht van de in 2002 grote onzekerheid

In het verlengde van de in maart 2000 ingezette correctie verloren de aandelenkoersen in de loop van 2002 voor het derde jaar in successie terrein. Tegen eind 2002 bereikten de aandelenkoersen weer een peil dat voor het laatst was opgetekend in de nasleep van de financiële crisis in de herfst van 1998 (zie Grafiek 8 (a)). De daling van de aandelenkoersen ging gepaard met een uitzonderlijk grote onzekerheid, zoals afgemeten aan de impliciete volatiliteit op de aandelenmarkt, met name in de periode tussen medio mei en begin oktober (zie Grafiek 8 (b) en Kader 3).

Over het geheel genomen, vertoonden de ruime aandelenkoersindices in de Verenigde Staten, Japan en het eurogebied in 2002 een gelijklopend patroon, hoewel de Japanse aandelenkoersen soms voornamelijk door binnenlandse factoren werden bepaald. Begin

2002 waren de als referentie aanvaarde aandelenkoersindices relatief stabiel en was de impliciete volatiliteit matig, aangezien de marktdeelnemers over het algemeen een geleidelijk en bestendig economisch herstel verwachtten. Tussen medio mei en eind juli kwamen de aandelenkoersen echter onder forse neerwaartse druk, deels ten gevolge van de toenemende bezorgdheid over de betrouwbaarheid van de door de ondernemingen in hun financiële verslaggeving bekendgemaakte informatie. Hierdoor werd de volatiliteit opnieuw even groot als in de nasleep van de terreuraanslagen in de Verenigde Staten op 11 september 2001. Voorts droegen de bekendmaking van zwakker dan verwachte bedrijfswinsten en een verslechtering van de wereldwijde economische vooruitzichten bij tot een achteruitgang van de aandelenkoersen en een stijging van de volatiliteit.

Eind juli en gedurende het grootste deel van augustus veerden de aandelenkoersen in de Verenigde Staten en in het eurogebied tijdelijk op. Dit leek voornamelijk de weerspiegeling te zijn van de opluchting onder de marktdeelnemers over het feit dat de boekhoudkundige onregelmatigheden uiteindelijk niet zo wijdverbreid bleken als eerder gevreesd. In de

loop van september hadden het tanende optimisme omtrent de wereldwijde economische vooruitzichten, alsook een groter aantal winstwaarschuwingen een nadelige invloed op de aandelenkoersen, en begin oktober zakten al de belangrijkste indices tot hun laagste niveau van het jaar. In het vierde kwartaal van 2002 herstelden de aandelenmarkten zich andermaal. De stijging van de aandelenkoersen, die zeer fors was in oktober en iets matiger in november, alvorens enigszins stil te vallen in december, vond plaats tegen de achtergrond van de publicatie van beter dan verwachte bedrijfswinstcijfers en van iets gunstiger economische groeiverwachtingen, vooral in de Verenigde Staten.

In totaal daalden de aandelenkoersen in het eurogebied, zoals afgemeten aan de ruime Dow Jones EURO STOXX-index, in 2002 met 35%. In de Verenigde Staten lie-

pen de aandelenkoersen, zoals afgemeten aan de Standard & Poor's 500-index, tussen eind 2001 en eind 2002 met 23% terug, terwijl in Japan de Nikkei 225-index gedurende dezelfde periode 19% prijs moest geven. In de tweede helft van het jaar bleef de impliciete volatiliteit op de aandelenmarkt in het eurogebied relatief hoog in vergelijking met die in de Verenigde Staten en in Japan.

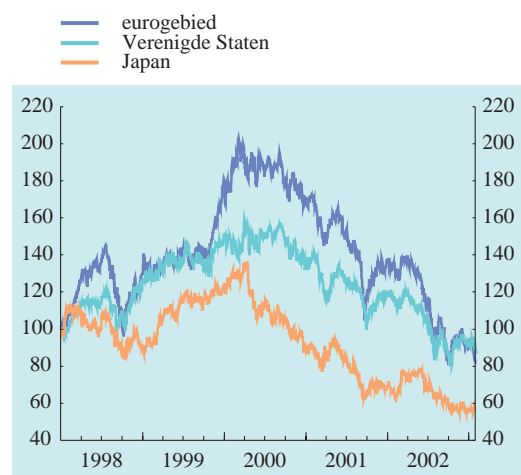
De significante daling van de aandelenkoersen in het eurogebied zorgde er mede voor dat de koers-winstverhoudingen (P/E-ratio's) van de bedrijven uit het eurogebied zakten tot niveaus dicht in de buurt van de historische gemiddelden. In de Verenigde Staten, daarentegen, bleven de P/E-ratio's begin 2003 ietwat boven die gemiddelden.

In de Verenigde Staten brachten de zwakker dan verwachte bedrijfswinstcijfers en het aar-

Grafiek 8

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

(1 januari 1998 = 100; daggegevens)

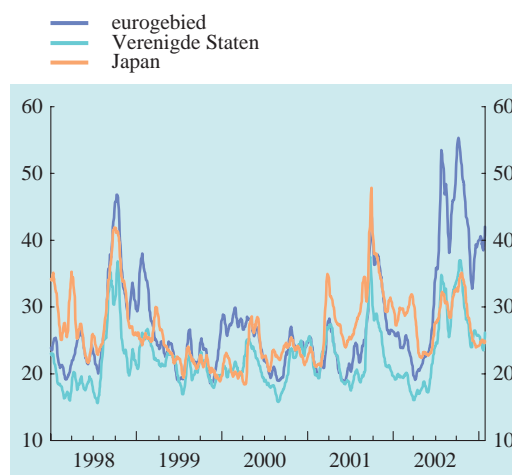


Bron: Reuters.

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

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

(procenten per jaar; tiendaags voortschrijdend gemiddelde van daggegevens)



Bron: Bloomberg.

Toelichting: De impliciete volatiliteiten geven de verwachte standaarddeviatie weer van de procentuele mutaties van de beurskoersen gedurende een periode van maximaal drie maanden, zoals impliciet begrepen in de koersen van opties op beurskoersindices. De koersindices waarop de impliciete volatiliteiten betrekking hebben, zijn de Dow Jones EURO STOXX 50 voor het eurogebied, de Standard & Poor's 500-index voor de Verenigde Staten en de Nikkei 225 voor Japan. Voor de periode vóór 1999 berust de impliciete volatiliteit in het eurogebied op synthetische gegevens waarin gebruik wordt gemaakt van de beschikbare nationale impliciete volatiliteiten.

zelende herstel van de economische activiteit een neerwaartse tendens van de aandelenkoersen op gang. Voorts deden verscheidene gevallen van boekhoudkundige onregelmatigheden twijfels rijzen over de betrouwbaarheid van de bedrijfswinstgegevens. Met name kondigde het telecommunicatiebedrijf WorldCom eind juni de grootste winstherziening in de geschiedenis van het Amerikaanse bedrijfsleven aan, wat een scherpe daling van de aandelenkoersen en een gelijktijdige verhoging van de marktvolatiliteit veroorzaakte. Dit zette de Securities and Exchange Commission (SEC) ertoe aan leidinggevende functionarissen van belangrijke VS-bedrijven te laten zweren (in de meeste gevallen vóór 14 augustus 2002) dat hun jaarrekening correct was, teneinde de ongerustheid over boekhoudkundige onregelmatigheden te bedaren. Net als in de twee voorgaande jaren daalden de VS-aandelenkoersen in 2002 bijzonder sterk in de technologiesector, zodat de Nasdaq Composite index dat jaar in totaal 32% verloor.

In Japan lieten de aandelenkoersen gedurende de eerste helft van het jaar een stijging optekenen, deels onder de impuls van nieuwe regeringsmaatregelen om striktere regels op te leggen inzake baisse-verkopen van aandelen. Nadien, vanaf het derde kwartaal, kregen mondiale factoren echter de bovenhand, waarbij de grote onzekerheid aanleiding gaf tot verschuivingen, binnen de portefeuilles, naar als veilig beschouwde obligaties en tot lagere aandelenkoersen. De neerwaartse druk hield tot het einde van het jaar aan, ook al veerden andere belangrijke aandelenmarkten op, aangezien binnenlandse factoren, onder meer de toenemende bezorgdheid van de markten over de financiële kwetsbaarheid en de oplossing voor het probleem van de verliesgevende leningen bij het bankwezen, de aandelenkoersen opnieuw terrein deden verliezen. Op 14 november zakte de Nikkei 225-index tot zijn laagste peil in 19 jaar.

In het eurogebied werden de aandelenkoersen sterk beïnvloed door de schommelingen op de Amerikaanse aandelenmarkten. De neerwaartse aanpassing was in het eurogebied echter groter en ging gepaard met

een uitzonderlijk grote onzekerheid, zoals afgemeten aan de impliciete volatiliteit afgeleid uit opties op de Dow Jones EURO STOXX 50-index. Hoewel de turbulentie op de aandelenmarkten in het eurogebied vooral leek te zijn veroorzaakt door het uitstralings-effect van de ontdekking van boekhoudkundige onregelmatigheden bij grote ondernemingen in de VS en door de aanhoudende onzekerheid omtrent de kracht en het tijdstip van een mondiaal economisch herstel, weerspiegelde de daling van de aandelenkoersen in het eurogebied ook een aantal binnenlandse factoren. Zo waren de economische prestaties en de economische vooruitzichten in het eurogebied relatief zwakker dan die in de Verenigde Staten. Voorts zijn de rendementen op langlopende overheidsobligaties – die een cruciale rol spelen bij de totstandkoming van de discountfactor voor aandelen – in de loop van 2002 sterker teruggelopen in de Verenigde Staten dan in het eurogebied, wat de aandelenmarkt in de VS fors kan hebben ondersteund.

Opgesplitst naar sector berustte de algemene daling van de aandelenmarkten in het eurogebied vooral op een aanzienlijk koersverlies van de aandelen in de technologie- en telecommunicatiesector en in de financiële sector, die in 2002 respectievelijk 52%, 36% en 36% prijs moesten geven. Deze drie sectoren samen waren in 2002 verantwoordelijk voor meer dan de helft van de totale daling van de ruime index. De lagere aandelenkoersen van de technologie- en telecommunicatiebedrijven leken deels te wijten aan een aanhoudende correctie ten opzichte van de hoge niveaus van het einde van de jaren negentig, aangezien de marktdeelnemers hun winstverwachtingen neerwaarts bleven bijstellen. Bovendien werd de koersdaling van de aandelen van de telecommunicatiebedrijven nog verscherpt door de groeiende bezorgdheid over de hoge schuldenlast in deze sector. In de financiële sector had de forse achteruitgang van de aandelenmarkten in het tweede en het derde kwartaal een negatieve invloed op zowel de winstgevendheid van sommige banken als de balansen van de verzekeringsmaatschappijen, die relatief sterk te lijden

hadden onder de veranderingen in de aandelenkoersen. De verzekeringssector werd ook nadelig beïnvloed door verliezen ten gevolge van natuurrampen.

De forse daling van de aandelenkoersen in 2002 had blijkbaar, samen met die van de voorgaande twee jaar, enkele negatieve gevolgen voor de economie van het eurogebied. Algemeen gesproken, kan de economische activiteit via vier kanalen rechtstreeks worden beïnvloed door de aandelenmarkt: via vermogenseffecten op de particuliere consumptie, via het effect van kapitaalkosten op bedrijfsinvesteringen, en via balans- en vertrouwenseffecten op zowel de consumptie als de investeringen. Wat de precieze weerslag is van elk kanaal afzonderlijk op de economische activiteit, valt echter moeilijk uit te maken (zie ook Kader 3 in het Maandbericht van september 2002). Niettemin blijkt uit het – zij het schaarse – beschikbare empirische bewijsmateriaal dat de directe invloed van het verloop van de aandelenmarkten op de economische activiteit in het eurogebied wél waarneembaar, doch veel beperkter is dan die op de economie in de Verenigde Staten, waar het aandelenbezit ruimer verspreid is dan in het eurogebied. Niettemin vergrootte het

mondiale karakter van de koersdalingen op de aandelenmarkten de kans dat de economie van het eurogebied zou worden beïnvloed via internationale economische verbanden.

In de periode van eind 2002 tot 28 februari 2003 vervolgden de aandelenkoersen in het eurogebied, zoals afgemeten aan de Dow Jones EURO STOXX-index, en die in de Verenigde Staten, zoals afgemeten aan de Standard and Poor's 500-index, de neerwaartse trend van de voorgaande drie jaren, met dalingen van respectievelijk 9% en 4%. Terzelfder tijd nam in de eerste twee maanden van 2003 de onzekerheid toe, zoals gemeten aan de hand van de impliciete volatiliteit op de aandelenmarkt. Blijkbaar waren twee factoren debet aan deze situatie op de aandelenmarkt. Ten eerste leken, algemeen beschouwd, de ontwikkelingen op de aandelenmarkt vooral de aanhoudende bezorgdheid over de geopolitieke spanningen weer te geven. Ten tweede gaven de nieuwe economische gegevens en de bedrijfswinstcijfers nogal tegenstrijdige signalen af, wat bij de marktdeelnemers onzekerheid teweegbracht omtrent de vooruitzichten voor de bedrijfswinsten in de nabije toekomst.

Kader 2

Aanzienlijke stijging van de volatiliteit op de aandelenmarkt in het eurogebied in 2002

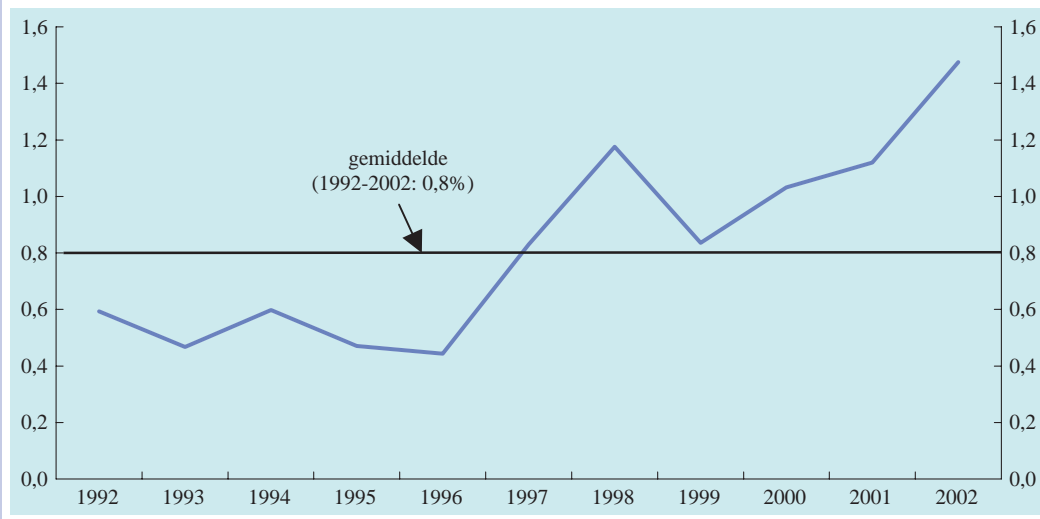
De aandelenkoersen in het eurogebied lieten in de loop van 2002 sterke schommelingen optekenen. Niet alleen gingen ze fors achteruit, maar de dagelijkse gemiddelde veranderingen in de ruime aandelenkoersindices in 2002 waren doorgaans ook duidelijk groter dan in voorgaande jaren (zie Grafiek A). Hoewel de gemiddelde omvang van de absolute dagelijkse veranderingen in de ruime Dow Jones EURO STOXX-index de laatste jaren al leek toe te nemen, bereikte hij in 2002 een jaargemiddelde van 1,5%, nagenoeg het dubbele van de zowat 0,8% tijdens de periode 1992-2002. Dit kader belicht enkele mondiale of voor het eurogebied specifieke factoren die de uitgesproken turbulentie op de aandelenmarkten, zoals die blijkt uit de grote volatiliteit van de aandelenkoersen in het eurogebied in 2002, kunnen helpen verklaren.

Aanhoudend hoge impliciete volatiliteit in 2002

De mate van beroering op de aandelenmarkten wordt vaak opgemaakt uit de impliciete volatiliteit zoals die wordt afgeleid uit opties op aandelenkoersindices en die – tot op zekere hoogte – informatie verschaft over de collectieve opinie van de marktdeelnemers betreffende de onzekerheid omtrent de korte-termijnvooruitzichten voor de aandelenkoersen. Zowel vanuit een historisch perspectief voor het eurogebied als vanuit het oogpunt van de verschillende landen was de onzekerheid op de aandelenmarkten, zoals aangegeven door de impliciete

Grafiek A: Gemiddelde jaarlijkse omvang van de absolute dagelijkse veranderingen in de Dow Jones EURO STOXX-index, 1992-2002

(%)

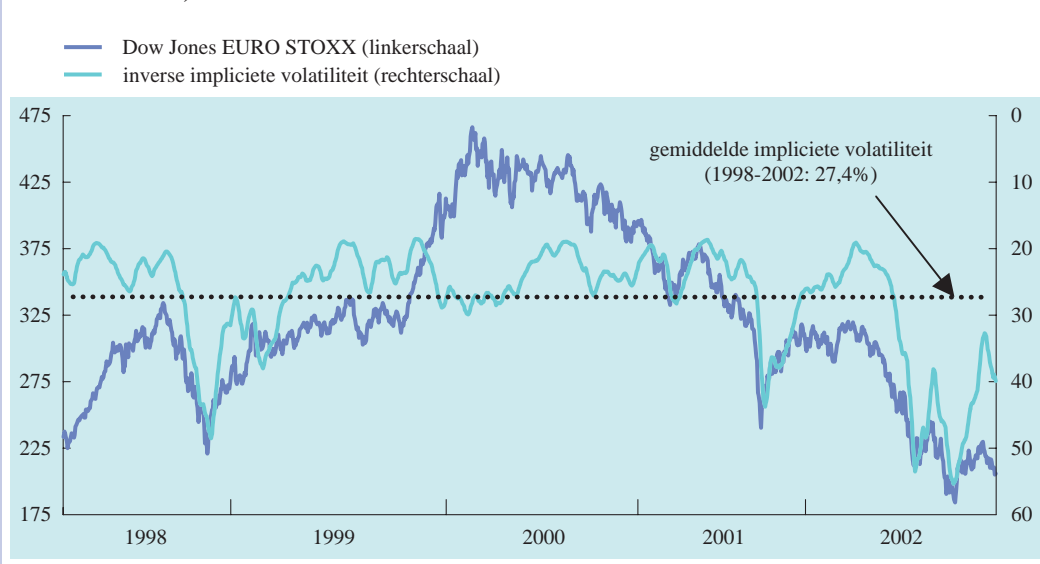


volatiliteit op de aandelenmarkten van het eurogebied, in 2002 bijzonder groot. Ze bedroeg gemiddeld 35%, vergeleken met een gemiddelde van 27% sinds 1998, terwijl ze ook uitsteeg boven de niveaus die in 2002 zowel in de Verenigde Staten als in Japan werden opgetekend (zie Grafiek 8 (b)).

Zowel mondiale als binnenlandse factoren droegen bij tot grotere volatiliteit

Begin 2002 werd de situatie op de mondiale aandelenmarkten geleidelijk minder volatiel doordat de markten tot rust kwamen na de gebeurtenissen van 11 september 2001. Na medio mei leidden enkele nadelige effecten echter tot een verhoogde onzekerheid over de mogelijke toekomstige trends op de financiële markten, wat de volatiliteit op de meeste aandelenmarkten deed oplopen. Sommige van de hiervoor verantwoordelijke factoren,

Grafiek B: Dow Jones EURO STOXX-index en inverse impliciete volatiliteit op de aandelenmarkt, 1998-2002



zoals de bezorgdheid over de boekhoudkundige onregelmatigheden en de betrouwbaarheid van de bedrijfs-winstgegevens, de geopolitieke risico's en de neerwaartse bijstellingen van de economische-groeiprognoses, waren mondiaal van aard.

Andere factoren die meer specifiek voor het eurogebied gelden, kunnen voor een deel verklaren waarom de onzekerheid in 2002 vooral in deze regio hoog opliep. In de eerste plaats is de volatiliteit op de aandelenmarkt vaak groter in geval van een daling van de aandelenkoersen dan in geval van een stijging ervan (zie Grafiek B). Dit wordt doorgaans verklaard door een "hefboomeffect" op grond waarvan een dalende aandelenkoers – omdat het schuldpeil van een onderneming op de korte termijn wordt vastgesteld – leidt tot een toename van de verhouding vreemd vermogen/eigen vermogen van bedrijven, d.i. de hefboom.¹ Een stijging van de hefboom van een onderneming vermindert haar kapitaalbuffer om schommelingen in het inkomen op te vangen, zodat de onzekerheid over haar toekomstige winsten groter wordt. Als gevolg daarvan wordt de aandelenkoers volatieler. Doordat de koersdalingen van de aandelen in 2002 scherper waren in het eurogebied dan op andere markten, werd de totale volatiliteit van de aandelenkoersen in het eurogebied derhalve groter dan in de andere economische regio's. Bovendien had de telecommunicatiesector de laatste jaren zware schulden opgelopen, voornamelijk als gevolg van het verwerven van UMTS-licenties, waardoor het hefboomeffect werd versterkt.

Voorts hebben vele Europese banken en verzekeringsmaatschappijen, vanwege de omvangrijke verliezen op hun aandelenbezit, hun portefeuilles herijkt door het gewicht van de aandelen in de loop van 2002 neerwaarts aan te passen. Deze aanzienlijke overheveling van middelen van de aandelenmarkten naar andere segmenten van de kapitaalmarkt (bijvoorbeeld de obligatiemarkten) in een relatief korte tijdspanne droeg waarschijnlijk bij tot de grotere volatiliteit op de aandelenmarkten in het eurogebied.

Een andere verklaring voor de relatief grote volatiliteit op de aandelenmarkten in het eurogebied zou kunnen zijn dat het koersverlies van de aandelen in 2002 ruimer verspreid was dan op andere belangrijke markten, wat een grotere positieve correlatie tussen de sectoren impliceert. Het is mogelijk dat de volatiliteit van de algemene beursmarktindex daardoor werd opgedreven.

Terwijl mondiale factoren de volatiliteit op de aandelenmarkten van het eurogebied al met al leken te doen oplopen, doordat ze bepaalde structurele zwakke punten en kwetsbaarheden aan het licht brachten die specifiek zijn voor sommige sectoren van het eurogebied, oefende de achteruitgang van de mondiale aandelenmarkten een versterkt effect uit op het eurogebied. Daardoor vielen de schommelingen van de aandelenkoersen in het eurogebied, vooral in de tweede helft van 2002, groter uit dan in het recente verleden.

¹ Zie bijvoorbeeld Black, F. (1976), "Studies of Stock Price Volatility Changes", verslag van de vergadering van de American Statistical Association.

Algemene daling van de geldmarktrente in 2002

De geldmarktrente liet in de eerste vijf maanden van 2002 een stijging optekenen en zette aldus de eind 2001 ingezette tendens voort. Medio mei kwam daar een einde aan; daarna liep de geldmarktrente gedurende de hele tweede helft van 2002 gestaag terug. Het verloop van die rente weerspiegelde de verwachtingen van de marktdeelnemers inzake de toekomstige korte geldmarktrente. In de eerste vijf maanden van 2002 verwachtten de

marktdeelnemers dat die rente zou stijgen. Die verwachtingen werden geleidelijk neerwaarts bijgesteld conform de economische vooruitzichten en de inflatieverwachtingen, en uiteindelijk, in het laatste kwartaal van het jaar, verwachtten de marktdeelnemers een daling van de toekomstige korte geldmarktrente, waardoor ze grotendeels anticipeerden op het door de Raad van Bestuur op de vergadering van 5 december 2002 genomen besluit om de basisrentetarieven van de ECB met 50 basispunten te verlagen, de enige rentewijziging van het jaar. Eind 2002 was de helling

van de geldmarktrendementscurve, zoals afgemeten aan het ecart tussen de twaalfmaands en eenmaands EURIBOR, licht negatief.

Uit een grondiger analyse blijkt dat de geldmarktrente in de laatste maanden van 2001 fors terugliep, vooral na de gebeurtenissen van 11 september en de daaropvolgende verlaging van de basisrentetarieven van de ECB, aangezien de verwachtingen omtrent een vermindering van de inflatoire druk als gevolg van de verslechterde vooruitzichten voor de mondiale economie algemeen toenamen. Rond de jaarwisseling trad echter een kentering in, doordat het pessimisme wegebde en de markten geleidelijk rekening begonnen te houden met een economisch herstel en het ontstaan van opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit. Tussen eind 2001 en medio mei 2002 is de geldmarktrente dan ook gestegen. De toename was het grootst voor de langere looptijden (zie Grafiek 9). Bijgevolg werd de helling van de geldmarktrendementscurve, die begin 2002 nagenoeg vlak was, in de eerste maanden van het jaar aanzienlijk steiler en

medio mei bereikte ze een peil van zowat 70 basispunten.

In deze periode kwamen de veranderingen in het verwachte toekomstige beloop van de korte geldmarktrente ook tot uiting in de ontwikkeling van de impliciete driemaands EURIBOR-futuresrente op contracten met vervaldatum in 2002 en begin 2003, die tussen eind 2001 en medio mei 2002 met zowat 100 basispunten toenam. In diezelfde periode bleef de onzekerheid van de marktdeelnemers ten aanzien van de toekomstige korte rente grotendeels stabiel en relatief gering, zoals gemeten aan de hand van de impliciete volatiliteit afgeleid uit opties op driemaands EURIBOR-futurescontracten (zie Grafiek 10).

De opwaartse tendens van de geldmarktrente in de eerste vijf maanden van 2002 sloeg eind mei om, waarna de rente gestaag daalde tot het einde van het jaar. Tussen eind mei en begin september werd de geldmarktrendementscurve, zoals afgemeten aan het ecart tussen de twaalfmaands en eenmaands EURIBOR, nagenoeg vlak na een daling van de geldmarktrente voor de langere looptijden. Tenzelfde tijd nam de onzekerheid op de markt aanmerkelijk toe. Medio september werd de geldmarktrendementscurve dan geleidelijk omgebogen, wat gepaard ging met een aanzienlijke vermindering van de impliciete volatiliteit, doordat de markten meer rekening hielden met een daling van de basisrentetarieven van de ECB.

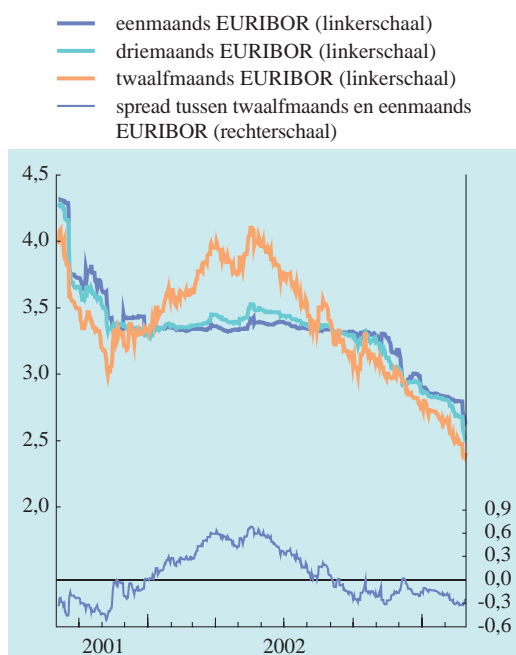
Eind 2002 stonden de eenmaands en de twaalfmaands EURIBOR respectievelijk op 2,90% en 2,75%, dat is 43 en 59 basispunten minder dan eind 2001, en was de impliciete volatiliteit teruggelopen tot de vroegere lage niveaus. In de eerste twee maanden van 2003 bleven zowel de geldmarktrente als de EURIBOR-futuresrente verder dalen.

In 2002 weerspiegelde het peil van de daggeldrente, zoals afgemeten aan de EONIA, het patroon van de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties van het Eurosysteem. De EONIA was doorgaans weinig volatiel en dan nog enkel aan het einde van

Grafiek 9

Korte rente in het eurogebied en helling van de geldmarktrendementscurve

(procenten per jaar; procentpunten; daggegevens)

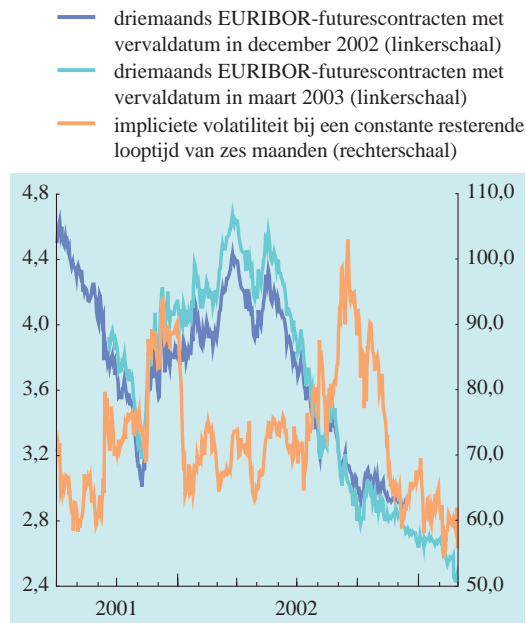


Bron: Reuters.

Grafiek 10

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

(procenten per jaar; procentpunten; daggegevens)



Bronnen: Bloomberg, Reuters en berekeningen van de ECB.

de reserve-aanhoudingsperiodes, wanneer de minimumreserveverplichtingen bindend werden voor het bankwezen. Bovendien was de EONIA op de laatste handelsdag van elke maand ietwat opwaarts gericht doordat de financiële instellingen er op dat ogenblik naar streefden hun balansen aan te passen. Net als de voorgaande jaren was dit fenomeen het meest uitgesproken bij de jaarwisseling. Begin januari 2002 bleef de EONIA iets boven de minimale inschrijvingsrente. Dit kwam door de relatief krappe liquiditeitsverhoudingen die waren teweeggebracht door de overgang op de chartale euro aangezien de vraag naar eurobankbiljetten levendiger was dan verwacht en de nationale bankbiljetten trager dan verwacht via de kredietinstellingen terugvloeiden naar de nationale centrale banken. In deze situatie voerde het Eurosysteem begin januari 2002 twee “fine-tuning”-transacties uit om tegenpartijen van liquiditeiten te voorzien. Deze transacties hielpen opnieuw normalere marktvoorwaarden te scheppen en geleidelijk keerde de EONIA terug naar een

iets hoger peil dan de minimale inschrijvingsrente. Voorts vond op 18 december 2002 een “fine-tuning”-transactie plaats teneinde de tegenpartijen liquiditeiten te bieden na de onderinschrijving op de basis-herfinancieringstransactie van 17 december en de krappe liquiditeitsverhoudingen (zie Hoofdstuk 2).

In 2002 lage rendementen op langlopende obligaties, deels door verschuivingen naar meer veiligheid in de portefeuilles

Na in 2001 weinig te zijn veranderd, gingen de rendementen op overheidsobligaties in het eurogebied en in de Verenigde Staten er in 2002 op achteruit. De daling vond voor het overgrote deel plaats tussen medio mei en begin oktober en de voornaamste factor die de ontwikkelingen op de obligatiemarkt tijdens die periode beïnvloedde, was blijkbaar de turbulentie op de aandelenmarkten, die binnen de beleggingsportefeuilles een verschuiving veroorzaakte naar de veiliger geachte obligatiemarkten. Al met al daalden de rendementen op tienjaars overheidsobligaties in het eurogebied en in de Verenigde Staten in 2002 met respectievelijk 90 en 130 basispunten tot zowat 4,3% en 3,8% tegen het einde van het jaar (zie Grafiek 11a). De sterkere dalingen van de rendementen van de Amerikaanse overheidsobligaties brachten het rendementsverschil tussen de tienjaars obligaties in de Verenigde Staten en in het eurogebied gedurende het grootste deel van 2002 terug tot onder nul, nadat het in 2001 rond nul had geschommeld (zie Grafiek 11b).

In de Verenigde Staten liepen de rendementen op overheidsobligaties in de eerste maanden van 2002 ietwat op, doordat de marktdeelnemers, na het pessimisme in de nasleep van de gebeurtenissen van 11 september 2001, ietwat optimistischer werden over de groei-vooruitzichten. Dit veranderde sentiment werd in de hand gewerkt door de verlagingen van de fed-funds rente, die begin 2002 gereduceerd werd tot 1,75%, het laagste peil sinds 1961. Toen de economische-groei prognoses van de marktdeelnemers daarna ietwat verbeterden, werd de rendementscurve steiler,

enigszins onder invloed van het verloop van de rendementen op langlopende obligaties. In de eerste maanden van het jaar waren er ook enkele aanwijzingen dat de marktdeelnemers op de lange termijn een hogere inflatie verwachtten. Dit vertaalde zich bijvoorbeeld in een toename van de “break-even”-inflatie, zoals afgemeten aan het verschil tussen de rendementen op de tienjaars nominale overheidsobligaties in de Verenigde Staten en die op tienjaars geïndexeerde obligaties uitgegeven door de Amerikaanse Schatkist.

Na medio mei smolten de optimistische groeiverwachtingen van de marktdeelnemers weg en de rendementen op obligaties slonken toen zich portefeuilleherschikkingen voordeden van aandelen naar veiliger geachte obligaties. Die herschikkingen werden gedeeltelijk veroorzaakt door de onthulling van een aantal boekhoudkundige onregelmatigheden in Amerikaanse bedrijven. Ook de toenemende spanningen in het Midden-Oosten en de zwakker dan verwachte economische gegevens droe-

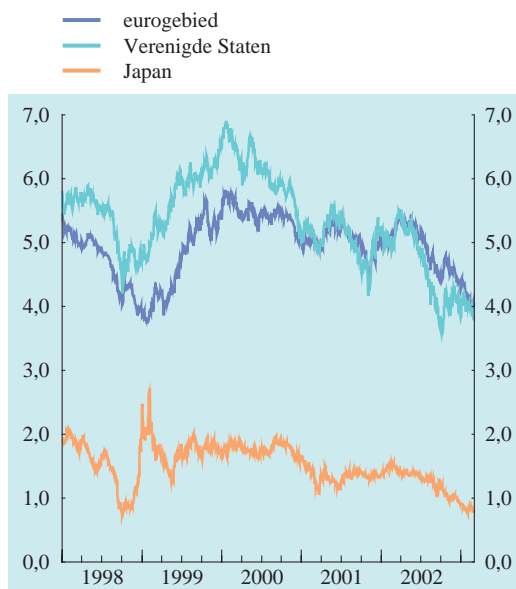
gen bij tot de daling van de obligatierendementen. Bovendien kan de neerwaartse trend van het rendement op de tienjaars nominale overheidsobligaties dat begin oktober daalde tot zijn laagste peil sinds 1958, versterkt zijn door de ontdekkingsstrategieën van Amerikaanse woningbouw bureaus («housing agencies»). Na medio oktober gingen de obligatierendementen opnieuw naar omhoog doordat de spanningen op de aandelenmarkt bedaarden en de beleggers terugkeerden naar de aandelenmarkt in een omgeving waarin macro-economische gegevens en bedrijfs-winstcijfers aanleiding gaven tot optimisme over de toekomstige groeivoorzichten. Het door het Federal Open Market Committee op 6 november genomen besluit om de fed-funds rente met 50 basispunten te verlagen tot 1,25%, stimuleerde dit optimisme.

In Japan stond het verloop van de rendementen op langlopende overheidsobligaties in 2002 grotendeels los van de mondiale ontwikkelingen. Na een relatieve stabilisatie rond

Grafiek 1 I

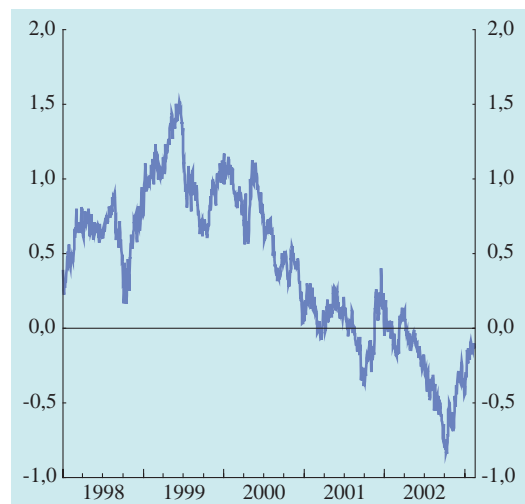
(a) Rendementen op langlopende overheidsobligaties in het eurogebied, de Verenigde Staten en Japan

(procenten per jaar; daggegevens)



(b) Rendementsverschil tussen langlopende overheidsobligaties in de Verenigde Staten en het eurogebied

(procenten per jaar; daggegevens)



Bron: Reuters.

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

1,4% in de eerste helft van 2002, daalden de rendementen op tienjaars overheidsobligaties min of meer gestaag tot zowat 0,9% aan het einde van 2002. De bezorgdheid van de markten over de economische vooruitzichten en het binnenlandse bankwezen, alsook de portefeuilleherschikkingen van aandelen ten voordele van veiliger geachte obligaties droegen gedurende het verslagjaar allemaal bij tot een verlaging van de rendementen op langlopende overheidsobligaties.

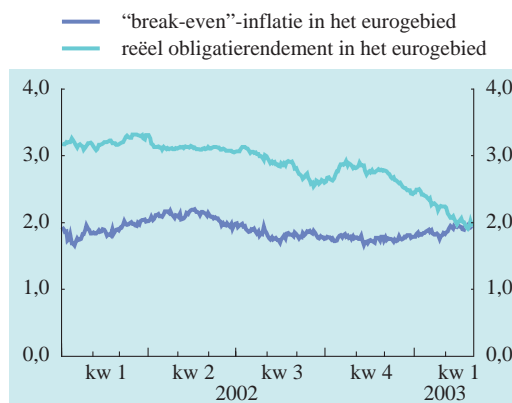
In het eurogebied weerspiegelden de ontwikkelingen op de obligatiemarkten in 2002 grotendeels die in de Verenigde Staten, hoewel de totale daling van de rendementen in het eurogebied minder uitgesproken was. Net als in de Verenigde Staten raakten de marktdeelnemers in de eerste maanden van 2002 geleidelijk optimistischer gestemd over de groeivoorzichten, wat de rendementen op langlopende overheidsobligaties ietwat opstuwde. Tegelijkertijd verwachtten de marktdeelnemers een hogere inflatie op de lange termijn. Hierdoor steeg de “break-even”-inflatie, berekend als het ecart tussen de rendementen op tienjaars nominale overheidsobligaties en die op tienjaars geïndexeerde obligaties (gekoppeld aan de HICP van het eurogebied met uitzondering van tabak), met zowat 30 basispunten tussen eind december 2001 en medio mei 2002 (zie Grafiek 12).

Later in het jaar droegen de publicatie van minder gunstige macro-economische gegevens en de dalende aandelenkoersen bij tot somberder economische-groeivoorzichten bij de marktdeelnemers. Het hernieuwde pessimisme betreffende de groeiprognoses drukte tussen medio mei en oktober het rendement van de tienjaars obligaties in het eurogebied, wat leidde tot een afvlakking van de rendementscurve, terwijl ook het rendement van de tienjaars geïndexeerde obligaties van het eurogebied en de daaraan verbonden “break-even”-inflatie afnamen. De neerwaartse druk op de rendementen resulteerde ook uit de boekhoudschandalen in het Amerikaanse bedrijfsleven, die bij de marktdeelnemers vragen deden rijzen over het fundamen-

Grafiek 12

Reële rente en “break-even”-inflatie in het eurogebied berekend voor de HICP van het eurogebied

(procenten; daggegevens)



Bronnen: Reuters, het Franse ministerie van Financiën en ISMA. Toelichting: De reële obligatierendementen in het eurogebied zijn afgeleid van de beurskoersen van de aan de HICP van het eurogebied (m.u.v. tabaksprijzen) geïndexeerde Franse overheidsobligaties die in 2012 vervallen. De voor het berekenen van de “break-even”-inflatie gehanteerde methoden worden toegelicht op bladzijde 16 van het Maandbericht van februari 2002.

tele winstverloop in het eurogebied. Daardoor steeg de risicopremie die beleggers eisen voor het aanhouden van aandelen en kwamen portefeuilleherschikkingen op gang van aandelen naar veiliger geachte obligaties. Terzelfder tijd nam ook de onzekerheid van de marktdeelnemers omtrent het toekomstige verloop van de obligatierendementen in het eurogebied toe, zoals blijkt uit de stijgingen van de impliciete volatiliteit op de obligatiemarkt. Vanaf oktober gaf het obligatierendement in het eurogebied – in tegenstelling tot dat in de Verenigde Staten waar het steeg – een onduidelijke trend te zien tegen de achtergrond van de gemengde signalen die de nieuwe economische cijfers afgaven.

Op de markten voor bedrijfsobligaties van zowel het eurogebied als de Verenigde Staten waren de rendementsverschillen tussen langlopende bedrijfsobligaties uitgegeven door ondernemingen met een BBB-rating en overheidsobligaties met vergelijkbare looptijden, in 2002 onderhevig aan relatief grote schommelingen, een weergave van het verloop van de impliciete volatiliteit op de obligatiemarkten. Met name gedurende de eerste maanden

van 2002 volgden de ecarts geen duidelijke trend in een omgeving waarin het optimisme van de marktdeelnemers over de economische vooruitzichten voor zowel het eurogebied als de Verenigde Staten groeide. Later echter vergrootten de rendementsecarts bij bedrijfsobligaties, meer bepaald toen de marktdeelnemers zich zorgen begonnen te maken over de betrouwbaarheid van de door de bedrijven bekendgemaakte financiële cijfers, vooral in de Verenigde Staten, maar ook in het eurogebied. Aangezien die bezorgdheid in het laatste kwartaal van 2002 evenwel leek weg te ebben, daalden de rendementsecarts bij bedrijfsobligaties in beide economieën tot in de buurt van hun bij het begin van het jaar bereikte niveau, deels als gevolg van een zekere stabilisatie op de aandelenmarkten.

Begin 2003 gingen de rendementen op langlopende obligaties er over het hele eurogebied verder op achteruit, hoewel de obligatierendementen in de Verenigde Staten slechts weinig veranderden. Tussen eind december 2002 en 28 februari 2003 liepen de rendementen op tienjaars overheidsobligaties in het eurogebied met ongeveer 30 basispunten terug tot 4,0%, terwijl de rendementen op Amerikaanse schatkistobligaties op tien jaar in diezelfde

periode slechts een lichte daling lieten optekenen. Daardoor vernauwde het rendementsverschil tussen de tienjaars overheidsobligaties in de Verenigde Staten en die in het eurogebied met 20 basispunten tot een peil van -20 basispunten op 28 februari 2003.

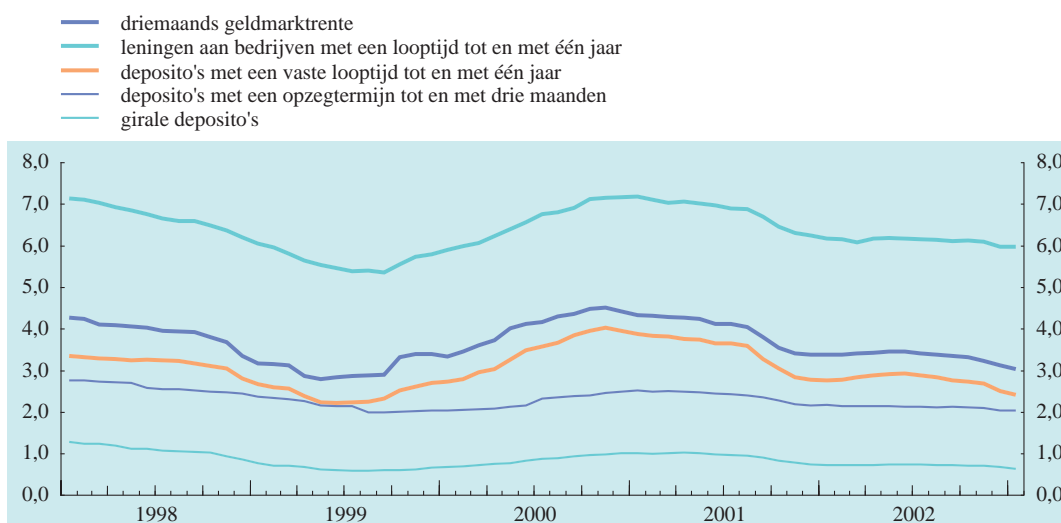
Bancaire rente vertoonde in 2002 algemene daling

De korte bancaire rentetarieven zijn in 2002 gedaald tegen de achtergrond van de beperkte schommelingen van de geldmarktrente. Tussen eind 2001 en eind 2002 daalde de driemaands geldmarktrente met 40 basispunten. In dezelfde periode zakten de rentetarieven op girale deposito's en kortlopende spaardeposito's (deposito's met een opzegtermijn tot en met drie maanden) met zowat 10 basispunten, terwijl de rente op deposito's met een vaste looptijd tot en met een jaar met bijna 30 basispunten terugliep, in overeenstemming met de doorgaans zwakke doorwerking van de geldmarktrente in die rentetarieven. Wat de rente op kortlopende leningen betreft, blijkt dat de bancaire rente op leningen aan bedrijven met een looptijd tot en met een jaar bijna even sterk afnam

Grafiek 13

Korte bancaire rente en een vergelijkbare marktrente

(procenten per jaar; maandgemiddelden)



Bronnen: ECB en Reuters.

Toelichting: Vanaf 1 januari 2001 omvatten de gegevens Griekenland.

als de driemaands geldmarktrente (zie Grafiek 13).

De lange bancaire rentetarieven gingen tot mei 2002 gestaag in de hoogte. Nadien daalden ze en kwamen eind 2002 over het algemeen op een lager peil uit dan eind 2001 (zie Grafiek 14). Dit patroon weerspiegelde grotendeels de bewegingen van de marktrente. Het rendement op vijfjaars overheidsobligaties, waar sommige lange bancaire rentetarieven het nauwst bij aansluiten, steeg eerst met bijna 60 basispunten van eind 2001 tot mei 2002 en zakte dan met bijna 130 basispunten tegen het einde van 2002. Ter vergelijking: over dezelfde periode stegen de rente op langlopende termijndeposito's (deposito's met een looptijd van meer dan twee jaar) en die op woninghypotheken voor huishoudens eerst met ongeveer 30 basispunten, alvorens met zowat 70 basispunten te dalen. De geringere schommelingen van de lange bancaire rentetarieven weerspiegelden de gebruikelijke vertraagde doorwerking van de marktrente.

In de periode na mei 2002 werd een veeleer tragere aanpassing opgetekend van bepaalde lange bancaire debetrentetarieven, met name

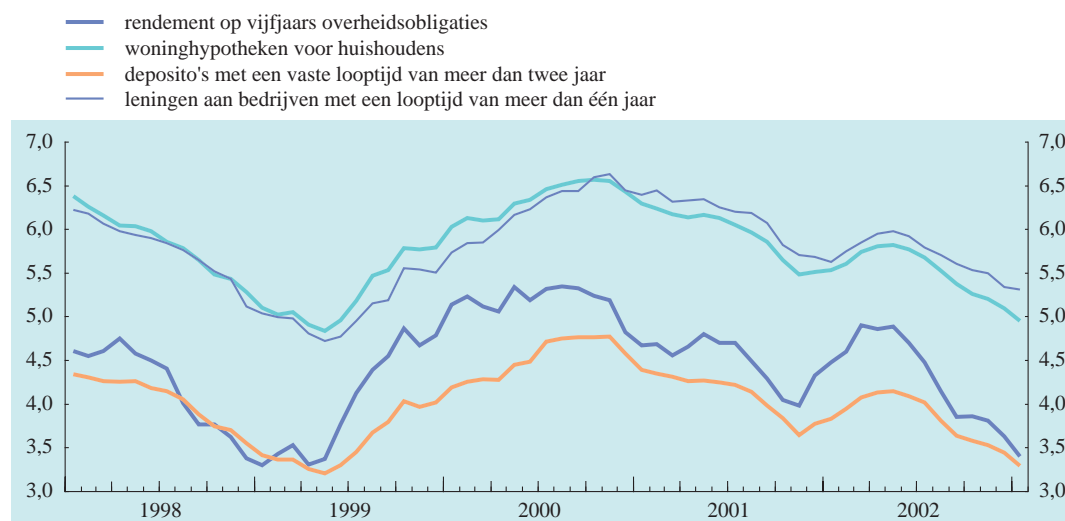
van de rente op leningen aan bedrijven, in overeenstemming met de dalingen van de marktrente. Dit had wellicht te maken met de groeiende bezorgdheid over de kredietwaardigheid, gelet op het toenemende aantal faillissementen. Zoals blijkt uit Kader 3, wordt het groter wordende kredietrisico, dat zich uit in een verruiming van de rendementscartes bij bedrijfsobligaties, doorgaans in verband gebracht met grotere renteversillen tussen de bancaire debetrente en de marktrente. Meer bepaald is het ecart tussen de rendementen op bedrijfsobligaties met een BBB-rating en die op overheidsobligaties met vergelijkbare looptijden van mei tot december gestegen van zowat 190 basispunten tot circa 220 basispunten, na in oktober een piek van zowat 260 basispunten te hebben bereikt.

Na de verlaging van de belangrijkste ECB-rentetarieven begin december 2002 en de daaropvolgende dalingen van de geldmarktrente, liet de kortlopende bancaire depositorente in januari 2003 een lichte teruggang optekenen, hoewel de korte bancaire debetrente weinig veranderde. De lange bancaire rentetarieven zetten hun na mei 2002 ingezette trend voort en bleven in januari 2003 verder dalen.

Grafiek 14

Lange bancaire rente en een vergelijkbare marktrente

(procenten per jaar; maandgemiddelden)



Bronnen: ECB en Reuters.

Toelichting: Vanaf 1 januari 2001 omvatten de gegevens Griekenland.

Kader 3

De vaststelling van de bancaire debetrente in het eurogebied

Verscheidene factoren kunnen een rol spelen bij de vaststelling van de bancaire debetrente, bijvoorbeeld de administratieve kosten van een effectieve wijziging in de bancaire rente en de betrekkingen tussen banken en hun cliënten. Ook kenmerken die eigen zijn aan banken, zoals de wisselwerking tussen de winstgevendheid van de banken en de herfinancieringsvoorwaarden, kunnen een belangrijke rol vervullen bij het bepalen van de bancaire debetrente.¹ Dit kader spitst zich toe op drie determinanten van de bancaire debetrente. Ten eerste wordt deze laatste doorgaans beïnvloed door de ontwikkelingen op de geld- en kapitaalmarkten, hetzij omdat de banken zich op deze markten moeten herfinancieren, hetzij omdat de meeste van hun depositorentetarieven de trends op die markten moeten weerspiegelen teneinde middelen aan te trekken. Bijgevolg bestaat er doorgaans een nauw verband tussen de bancaire debetrente en de marktrente voor vergelijkbare looptijden. Zo vertoonde de rente op woninghypotheken voor huishoudens in het verleden de neiging parallel te verlopen met het rendement op vijfjaars overheidsobligaties (zie Grafiek 14). De tweede hier beschouwde determinant van de bancaire debetrente is de omvang van de bestaande concurrentie binnen de verschillende segmenten van de markt voor bankkrediet. Banken moeten hun rente op een concurrerend peil vastleggen om cliënten aan te trekken en hun vermogen om de rente te beïnvloeden, hangt zeer sterk af van de beschikbaarheid van alternatieve financieringsbronnen voor de bankcliënteel. De derde onderzochte factor is de (verwachte) blootstelling van een bank aan het kredietrisico wanneer ze een lening toestaat.

Stroeve aanpassing op korte termijn van de bancaire debetrente aan het verloop van de marktrente

Het renteverloop op de geldmarkt en de andere financiële markten, die de voornaamste op de markt gebaseerde financieringsbronnen vormen waaruit de MFI's vervolgens putten voor hun kredietverlening, zijn een hoofd-determinant van de bancaire debetrente. De ervaring heeft geleerd dat de bancaire debetrente in het eurogebied meestal met enige vertraging reageert op de ontwikkelingen van de marktrente.² Vaak werkt minder dan 50% van de veranderingen in de marktrente binnen de maand door in de bancaire debetrente. Op de lange termijn, echter, sluiten de bancaire debetrentetarieven doorgaans één voor één aan bij de ontwikkelingen van de marktrente. Er dient ook te worden opgemerkt dat de snelheid waarmee de bancaire debetrente in het eurogebied zich uiteindelijk aanpast aan veranderingen in de marktrente, sinds de invoering van de eenheidsmunt lijkt te zijn toegenomen. De enige uitzondering hierop is wellicht de aanpassingssnelheid van de rente op consumptief krediet, waarvoor de bancaire debetrente veeleer stroef blijft reageren op de marktontwikkelingen.

Meer concurrerende markten tijdens de afgelopen jaren

De bestaande concurrentie in de meeste segmenten van de bancaire kredietverleningsmarkt lijkt de laatste jaren te zijn gestegen, zowel qua aanbod als qua vraag. Deze tendens naar een intensere concurrentie zou een van de factoren kunnen zijn die ten grondslag liggen aan de waargenomen versnelling van de aanpassing van de bancaire debetrente aan veranderingen in de marktrentetarieven, die een ruwe benadering vormen van de marginale financieringskosten van bankleningen sinds 1999. Aan de aanbodzijde lijkt de voortdurende herstructurering van de banksector een grotere efficiëntie op de bancaire markten en een meer concurrerende prijsstelling in de hand te hebben gewerkt. Bovendien kwamen er, niettegenstaande de gestage daling van het aantal kredietinstellingen, nieuwe (buitenlandse) marktpartijen op de bancaire kredietverleningsmarkt. De banken in het eurogebied ondervinden ook steeds meer concurrentie van andere financiële instellingen, zoals verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen.³

1 M.A. Weth, (2002), "The pass-through from market interest rates to bank lending rates in Germany", Discussion Paper 11/02, Volkswirtschaftliches Forschungszentrum, Deutsche Bundesbank.

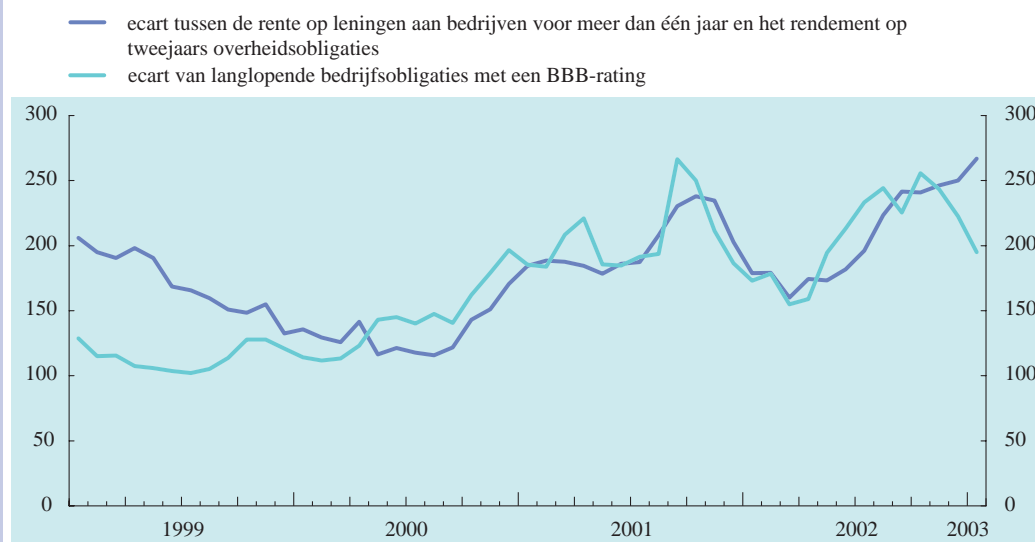
2 G. de Bondt, (2002), "Retail bank interest rate pass-through: new evidence at the euro area level", ECB Working Paper 136; F. Heinemann en M. Schüller, (2002), "Integration benefits on EU retail credit markets – evidence from interest rate pass-through", Zentrum für Wirtschaftsforschung; en S. Kleimeier en H. Sander, (2002), "Consumer credit rates in the eurozone: evidence on the emergence of a single retail banking market", European Credit Research Institute, Research Report 2.

3 ECB, (2002), "Report on Financial Structures".

Wat de vraagzijde betreft, zijn er ook aanwijzingen dat de concurrentie is toegenomen doordat de cliënten van de banken meer aandacht gingen besteden aan het rentepeil op bankleningen in vergelijking met de rente aangerekend door andere banken en door de financiële markten. Dit kan verband houden met de stabielere nominale rentetarieven in een omgeving van prijsstabiliteit, wat een vergelijking van de prijzen van verschillende leveranciers vergemakkelijkt, en met een grotere beschikbaarheid van alternatieve niet-bancaire financieringsbronnen, althans voor bepaalde ondernemingen. Zo zijn de markten voor commercial paper en bedrijfsobligaties in het eurogebied de laatste jaren dieper en meer liquide geworden. Uiteraard kan de concurrentie tussen de diverse segmenten van de bancaire kredietverleningsmarkt, zoals hierboven vermeld, sterk verschillen. Terwijl er relatief veel concurrentie lijkt te bestaan met betrekking tot hypotheekleningen voor huishoudens, is de markt voor niet-gewaarborgd consumptief krediet blijkbaar minder concurrerend.

Leningen van banken aan bedrijven en rendementsecarts voor bedrijfsobligaties in het eurogebied

(basispunten; maandgemiddelden)



Bronnen: Bloomberg, ECB en Reuters.

Toelichting: Het ecart van de bedrijfsobligaties stemt overeen met het verschil tussen de zeven- tot tienjaars bedrijfsobligaties en de zeven- tot tienjaars overheidsobligaties.

Groeiende bezorgdheid over kredietrisico's in 2002

Het peil en de bewegingen van het ecart tussen de bancaire debetrente en de vergelijkbare marktrente wordt ook bepaald door overwegingen in verband met de kredietrisico's. Zoals blijkt uit de grafiek hierboven, verloopt het ecart tussen de rente op langlopende leningen aan bedrijven en een marktrente met een vergelijkbare looptijd sinds 2000 min of meer parallel met het ecart tussen de rendementen op langlopende bedrijfsobligaties met een BBB-rating en die op overheidsobligaties met een vergelijkbare looptijd. Het laatstgenoemde ecart kan een aanwijzing verschaffen over de omvang van de bestaande bedrijfskredietrisico's vanuit het standpunt van de deelnemers aan de markt voor bedrijfsobligaties. De grafiek geeft tevens aan dat de bedrijfskredietrisico's in 2002 toenamen, zoals blijkt uit de stijging van het ecart tussen de rente op leningen aan bedrijven met een looptijd van meer dan één jaar en het rendement op tweejaars overheidsobligaties.

De voornoemde determinanten van de bancaire debetrente lijken in 2002 alle een zekere rol te hebben gespeeld. Hoewel de bancaire debetrente in het eurogebied zich in 2002 aanpaste aan de ontwikkelingen van de marktrente, is het, afgezien van andere factoren, duidelijk dat de snelheid en de omvang van de doorwerking werden beïnvloed door de toenemende bedrijfskredietrisico's in sommige segmenten van de kredietverleningsmarkt.

3 Prijsontwikkelingen

Gemiddelde jaarlijkse inflatie in 2002 ietwat lager dan in 2001

De gemiddelde jaarlijkse HICP-inflatie beliep in 2002 2,2%, of 0,2 procentpunt minder dan in 2001 (zie Tabel 6). In diezelfde periode trok de gemiddelde stijging van de HICP ongerekend onbewerkte voedingsmiddelen en energie aan van 2,0% tot 2,5%. De in 2002 gemiddeld beschouwd lagere HICP-inflatie is derhalve toe te schrijven aan de geringere jaarlijkse prijsstijgingen van de meer volatiele componenten onbewerkte voedingsmiddelen en energie. In januari 2003 liep het twaalfmaands mutatiетempo van de HICP en van de HICP ongerekend onbewerkte voedingsmiddelen en energie terug tot respectievelijk

2,2% en 2,0%, wat 0,1 en 0,2 procentpunt minder is dan in december 2002.

Verloop van totale inflatie weerspiegelt in 2002 voornamelijk korte-termijnschommelingen in de prijzen van onbewerkte voedingsmiddelen en energie

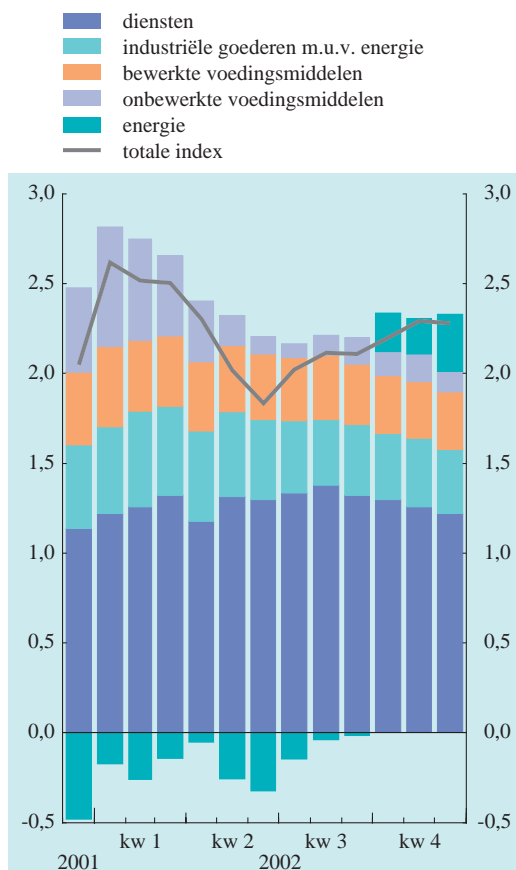
De totale HICP-inflatie in het eurogebied liet in 2002 een eerder grillig verloop optekenen, voornamelijk omdat de meer volatiele componenten ervan op de korte termijn schommelingen vertoonden. Na een scherpe stijging in januari 2002, liep de HICP-inflatie tot in juni terug; daarna ging ze opnieuw in stijgende lijn en in december 2002 kwam ze op 2,3% uit (zie Grafiek 15). De toename van de inflatie in januari 2002 had met een aantal factoren te maken zoals prijsstijgingen voor onbewerkte voedingsmiddelen en energie, basiseffecten en verhogingen van indirecte belastingen en gereguleerde prijzen. Vooral de ongunstige weersomstandigheden deden de groente- en fruitprijzen stijgen. Toen die weersgebonden effecten tijdens de daaropvolgende maanden begonnen weg te ebben, waren het echter vooral de prijzen van de onbewerkte voedingsmiddelen die het inflatietempo op jaarbasis deden teruglopen. Bovendien nam de door de vleesprijzen uitgeoefende inflatoire druk tijdens die periode af, aangezien de opwaartse prijseffecten van de veeziektes (mond- en klauwzeer en BSE) verder afzwakten.

Ook de energieprijzen droegen in lichte mate bij tot de vermindering van de inflatie tijdens de eerste helft van 2002. In de tweede helft van het jaar waren het evenwel vooral de energieprijzen die de totale inflatie omhoogduwden, niet alleen vanwege basiseffecten maar ook doordat de mondiale olieprijsen naar het einde van het jaar toe onder lichte opwaartse druk kwamen.

Grafiek 15

Bijdragen van subcomponenten tot HICP-inflatie in het eurogebied

(jaarlijkse bijdragen in procentpunten; maandgegevens)



Bron: Eurostat.

Tabel 6**Prijs- en kostenontwikkeling in het eurogebied***(mutaties in procenten per jaar, tenzij anders aangegeven)*

	2000	2001	2002	2001 kw 1	2001 kw 2	2001 kw 3	2001 kw 4	2002 kw 1	2002 kw 2	2002 kw 3	2002 kw 4	2002 dec.	2003 jan.
Geharmoniseerde Consumptieprijsindex (HICP) en componenten													
Totale index	2,1	2,4	2,2	2,1	3,0	2,4	2,2	2,5	2,1	2,1	2,3	2,3	2,2
<i>waarvan:</i>													
Goederen	2,5	2,3	1,6	2,1	3,2	2,2	1,6	2,1	1,4	1,3	1,8	1,9	1,6
Voedingsmiddelen	1,4	4,4	3,1	3,2	4,9	5,1	4,7	4,9	2,9	2,3	2,3	2,2	1,4
Bewerkte voedingsmiddelen	1,2	2,8	3,1	1,8	2,6	3,3	3,4	3,5	3,2	3,0	2,7	2,7	2,8
Onbewerkte voedingsmiddelen	1,8	7,0	3,1	5,3	8,3	7,8	6,6	7,0	2,4	1,4	1,7	1,4	-0,6
Industriële goederen	3,0	1,2	0,9	1,5	2,4	0,8	0,2	0,8	0,7	0,8	1,5	1,7	1,8
Industriële goederen m.u.v. energie	0,5	0,9	1,4	0,2	1,2	0,8	1,5	1,7	1,6	1,3	1,2	1,2	0,6
Energie	13,1	2,3	-0,6	6,6	6,8	0,8	-4,3	-2,1	-2,3	-0,7	2,8	3,8	6,0
Diensten	1,5	2,7	3,1	2,2	2,6	2,7	3,0	3,1	3,1	3,3	3,1	3,0	2,8
Overige prijs- en kostenindicatoren													
Industriële producentenprijzen ¹⁾	5,5	2,2	-0,1	4,5	3,6	1,5	-0,8	-0,8	-0,8	-0,1	1,2	1,5	.
Arbeidskosten per eenheid product ²⁾	1,3	2,6	.	2,1	2,7	2,5	3,3	3,5	2,4	2,0	.	-	-
Arbeidsproductiviteit ²⁾	1,3	0,0	.	0,4	0,0	0,1	-0,4	-0,4	0,2	0,6	.	-	-
Loonsom per werknemer ²⁾	2,6	2,7	.	2,5	2,8	2,6	2,9	3,1	2,6	2,6	.	-	-
Totale arbeidskosten per uur ³⁾	3,3	3,4	.	3,4	3,0	3,7	3,4	3,9	3,5	3,6	.	-	-
Olieprijzen (EUR per vat) ⁴⁾	31,0	27,8	26,5	28,4	31,7	29,0	22,4	24,6	27,8	27,2	26,5	27,1	28,3
Grondstoffenprijzen ⁵⁾	16,7	-7,6	-1,7	-0,8	-3,0	-10,5	-15,6	-3,6	-5,5	-1,6	4,4	2,1	-2,3

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

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

1) M.u.v. de bouwrijverheid.

2) Gehele economie.

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

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

5) M.u.v. energie. In euro.

HICP-inflatie ongerekend haar meer volatiele componenten blijkt in 2002 persistent

Ondanks de relatief gematigde vraagvoorwaarden in het eurogebied, bleef de vertraging van het twaalfmaands mutatietempo van de HICP ongerekend de meer volatiele componenten onbewerkte voedingsmiddelen en energie in de loop van 2002 vrij beperkt. Dit had deels te maken met de indirecte weerslag van de olie- en voedselprijsschokken uit het verleden en met de eerdere depreciatie van de wisselkoers van de euro. Voor bepaalde afzon-

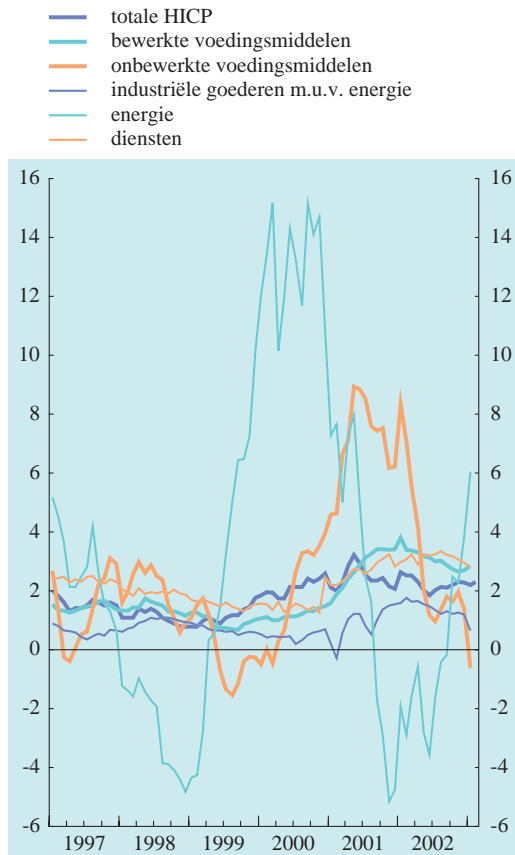
derlijke componenten op gededaggregeerd niveau (voornamelijk in de dienstensector) werden bovendien prijsstijgingen genoteerd die verband zouden kunnen houden met de invoering van de eurobankbiljetten en -muntstukken (zie Kader 4). Ondanks deze factoren ziet het er naar uit dat het aanhoudend snelle jaar-op-jaar mutatietempo, vooral voor de dienstenprijzen, ook kan worden verklaard door meer fundamentele factoren zoals het verloop van de arbeidskosten per eenheid product.

Het mutatietempo op jaarbasis van de dienstenprijzen beliep gedurende het hele jaar

Grafiek 16

Uitsplitsing HICP-inflatie in het eurogebied naar componenten

(mutaties in procenten per jaar; maandgegevens)



Bron: Eurostat.

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

2,9% of meer (zie Grafiek 16). De toename beliep in 2002 gemiddeld 3,1%, tegen 2,7% in 2001. Ook de andere hoofdcomponenten van de HICP ongerekend de meer volatiele bestanddelen, namelijk de prijzen voor bewerkte voedingsmiddelen en voor industriële goederen m.u.v. energie, stegen in 2002 gemiddeld beschouwd sneller dan in 2001. Anders dan bij de dienstenprijzen liet de twaalfmaands stijging van de prijzen voor deze componenten in de loop van 2002 een vertraging optekenen. Het persistente karakter van de jaarlijkse HICP-inflatie ongerekend onbewerkte voedingsmiddelen en energie was derhalve voor het overgrote deel toe te schrijven aan de dienstenprijzen.

Inflatieverschillen tussen landen van het eurogebied blijven in 2002 globaal beschouwd ongewijzigd

Het inflatieverloop in de afzonderlijke landen van het eurogebied liep in 2002 enigszins uiteen als gevolg van, onder meer, de verschillende impact van de prijsschokken in het domein van de energie en de voedingsmiddelen, een uiteenlopende ontwikkeling van de arbeidskosten per eenheid product en wijzigingen in de gereguleerde prijzen en de indirecte belastingen. Al met al werden die onderlinge verschillen in 2002 echter niet wezenlijk groter of kleiner dan in 2001.

Perceptie van vroegere inflatie stijgt, inflatievooruitzichten van consumenten nemen af

Hoewel het werkelijke inflatiecijfer in de loop van 2002 is gedaald, is de perceptie van de vroegere inflatie door het grote publiek het hele jaar lang toegenomen. Bijvoorbeeld, de indicator van de Europese Commissie met betrekking tot de tijdens de afgelopen twaalf maanden aangevoelde inflatie ging gestaag in de hoogte (zie Grafiek C in kader 4). Het verschil tussen de werkelijke en de aangevoelde inflatie werd derhalve ongekend groot. Blijkbaar houdt het hoge niveau van de aangevoelde inflatie tot op zekere hoogte verband met de prijsstijgingen van specifieke producten, voornamelijk diensten, en dat deels als gevolg van de invoering van de eurobankbiljetten en -muntstukken. (Kader 4 beschrijft meer in detail welk effect de overschakeling naar de chartale euro op de prijzen heeft gesorteerd.)

Daartegenover zijn de vooruitzichten van de consumenten ten aanzien van de inflatie gedurende het grootste gedeelte van 2002 afgenomen, wat erop wijst dat de consumenten verwachten dat de meeste prijsstijgingen die in de loop van het jaar plaatsvonden slechts van voorbijgaande aard zullen zijn. Dit strookt met het standpunt dat het jaarlijkse inflatietempo gedurende het hele jaar 2002 beïnvloed werd door enkele eenmalige factoren – gaande van indirecte-belastingverhogingen tot

basiseffecten. Opmerkelijk is dat de indicator van de aangevoelde inflatie in februari 2003 aanzienlijk is gedaald. Het zou evenwel voorbarig zijn om daar nu reeds uit af te leiden dat het daarbij om een duurzame ommekeer gaat van de vorig jaar vastgestelde opwaartse tendens.

Prijzen in vroegere stadia van de productieketen bleven in 2002 gematigd

Het indexcijfer van de industriële producentenprijzen (ongerekend de bouwnijverheid) is in 2002 met gemiddeld 0,1% gedaald, tegen een stijging met 2,2% in 2001. Die daling heeft voornamelijk te maken met het verloop van de energiecomponent, en in mindere mate

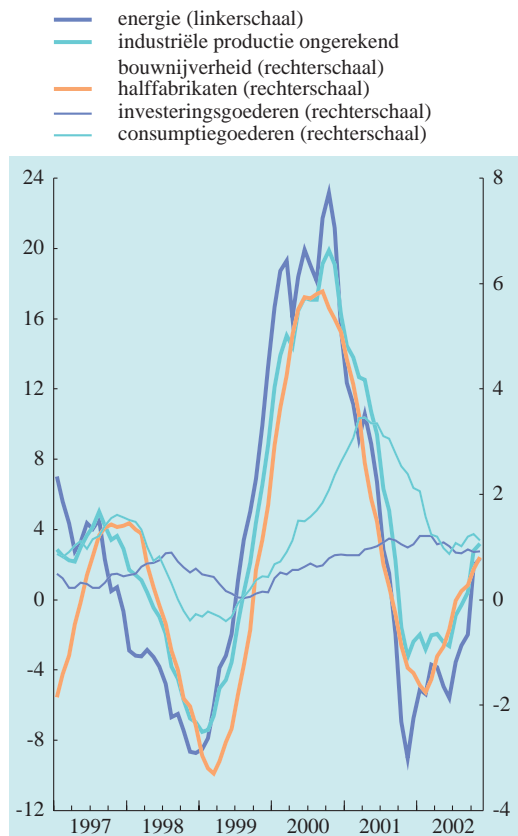
met het verloop van de componenten halffabrikaten en consumptiegoederen (zie Grafiek 17). Het gemiddelde twaalfmaands stijgingstempo van de producentenprijzen ongerekend energie en bouwnijverheid beliep 0,6%, vergeleken met 1,8% in 2001. Het gematigde prijsverloop tijdens de vroegere stadia van de productieketen weerspiegelen voor een deel slechts geringe stijgingen van de invoerprijzen als gevolg van de appreciatie van de euro in 2002. Bovendien bleven de vraagvoorwaarden het hele jaar door relatief zwak, wat op zijn beurt verhinderde dat de industriële bedrijven hun prijzen optrokken.

De energiecomponent van de industriële producentenprijzen liep in 2002 met 2,4% terug tegenover een stijging met 2,8% in 2001. Ofschoon de in VS-dollar uitgedrukte olieprijsen in 2002 algemeen beschouwd ongewijzigd bleven ten opzichte van het jaar voordien, lieten ze in euro uitgedrukt een daling met om en bij 5% optekenen. De in 2002 lagere producentenprijzen voor energie waren derhalve bijna integraal toe te schrijven aan de waardevermeerdering van de euro ten opzichte van de VS-dollar. Ook de geringere mutatiepercentages op jaarbasis voor de prijzen van halffabrikaten en consumptiegoederen droegen bij tot de vermindering van de totale producentenprijsinflatie. De daling van de inflatie bij de consumptiegoederen was het resultaat van de geringere prijsstijgingen voor zowel duurzame als niet-duurzame goederen. De prijzen van de kapitaalgoederen gingen in 2002 op jaarbasis met gemiddeld 1,0% omhoog, hetzelfde percentage als in 2001.

Grafiek 17

Uitsplitsing industriële producentenprijzen in het eurogebied

(mutaties in procenten per jaar; maandgegevens)



Bron: Eurostat.

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

Jaarlijkse groei van loonsom per werknemer in 2002 grotendeels ongewijzigd ondanks zwakte op arbeidsmarkt

Sedert 1999 laten de indicatoren inzake arbeidskosten en lonen in nagenoeg alle landen van het eurogebied een geleidelijke stijging optekenen. Deze opwaartse tendens hield in 2001 en begin 2002 aan, ondanks de verzwakking van de economische activiteit en de toename van de werkloosheid.

Kader 4

Impact van de invoering van de eurobankbiljetten en -muntstukken op de consumentenprijzen

De invoering, op 1 januari 2002, van de eurobankbiljetten en -muntstukken alsook het omzettingsproces van alle prijzen in het eurogebied in euro liggen al méér dan een jaar achter ons. In tal van landen van het eurogebied oordeelden de consumenten dat deze overgang aanleiding had gegeven tot aanzienlijke prijsverhogingen. Dit kader bevat een samenvatting van de informatie betreffende de impact van de invoering van de chartale euro op de prijzen alsook een overzicht van de mogelijke redenen waarom de consumenten de euro als een bron van opwaartse prijsdruk hebben beschouwd. Aangetoond wordt dat de effecten voor het overgrote deel van voorbijgaande aard zullen zijn en dat, over een langere periode beschouwd, de grotere grensoverschrijdende prijs transparantie de concurrentie wellicht zal verscherpen en de prijsdruk beperken.

Sommige prijzen lijken zwaar beïnvloed door de overgang op de chartale euro, maar totale impact is vrij beperkt gebleven

Het effect dat de overgang van de in nationale munteenheden luidende prijzen op de europrijzen heeft gesorteerd, is vanuit verschillende invalshoeken beoordeeld: analyses van geaggregeerde prijsontwikkelingen, studies van een aantal prijsreeksen van bepaalde goederen en diensten, en enquêtes naar de prijszettingsstrategieën van ondernemingen tijdens het overgangsproces. Door de verschillen tussen de respectieve benaderingswijzen kunnen de resultaten moeilijk met elkaar worden vergeleken. Bovendien zouden de resultaten enkel mogen worden gebruikt als een algemene aanduiding van het totale effect, aangezien het uitermate moeilijk is om de loutere weerslag van de overgang op de chartale euro te onderscheiden van andere inflatoire bronnen, zoals een verhoging van de indirecte belastingen, van de gereguleerde prijzen, van de lonen of van de invoerprijzen. Ondanks deze reden tot voorzichtigheid, komen de meeste studies tot dezelfde hoofdconclusie: de invoering van de euro heeft niet tot algemene prijsstijgingen geleid. Bijvoorbeeld, uit een door Eurostat in juli 2002 gepubliceerde studie, gebaseerd op HICP-cijfers van het eurogebied voor de eerste zes maanden, is gebleken dat de impact van de invoering van de eurobankbiljetten en -muntstukken op de inflatie in het eurogebied tijdens de eerste helft van 2002 heel vermoedelijk tussen 0,0 en 0,2 procentpunt lag. De opwaartse druk op de prijzen zou kunnen zijn veroorzaakt door het feit dat de bedrijven die met de overgang gepaard gaande kosten hebben afgewenteld op de consumenten ofwel door een bundeling van prijswijzigingen. Het is bovendien niet denkbeeldig dat de bedrijven hun prijzen hebben afgerond naar nieuwe aantrekkelijke europrijzen of gepoogd hebben hun winstmarges te verruimen.¹

De overgang op de euro heeft wellicht niet overal dezelfde impact gehad; in Frankrijk, bijvoorbeeld, is het effect op de nationale CPI op 0,2 procentpunt geraamd, terwijl in Nederland de CPI-inflatie mogelijk met 0,6 procentpunt is opgelopen.² Deze verschillen tussen de respectieve landen zouden te maken kunnen hebben met een verschillende concurrentiegraad op de lokale markten (ook in verband met het relatieve belang van kleine versus grote detailhandelaars), alsook met de uiteenlopende vraagsituatie in de respectieve landen.

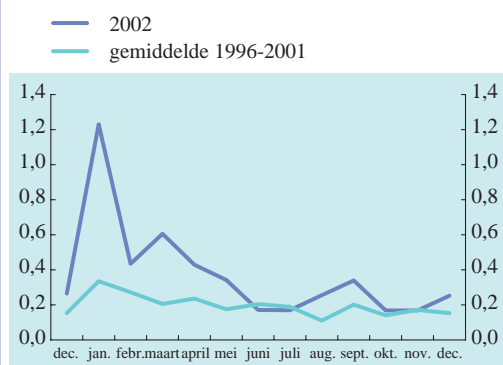
Uit de beschikbare gegevens blijkt dat de prijseffecten voornamelijk geconcentreerd waren in specifieke domeinen van de dienstensector, wat ook door tal van consumenten werd vastgesteld. Vooral de prijzen die worden aangerekend in bijvoorbeeld restaurants en cafés, kapsalons en stomerijen blijken na de overgang op de chartale euro in alle landen van het eurogebied beduidend te zijn gestegen. De prijzen van een aantal van deze HICP-componenten gingen in de loop van 2002 uitzonderlijk sterk naar omhoog, vergeleken met het gemiddelde verloop ervan tijdens de jaren voordien. In januari 2002, bijvoorbeeld, lag de maand-op-maand stijging van de door restaurants en cafés in het eurogebied aangerekende prijzen, met in 2002 een gewicht van 6,7% in de HICP van het eurogebied, meer dan driemaal hoger dan de gemiddelde stijging tijdens de overeenkom-

¹ Voor nadere toelichting bij deze prijseffecten, zie Kader 3 van het ECB Jaarverslag 2001.

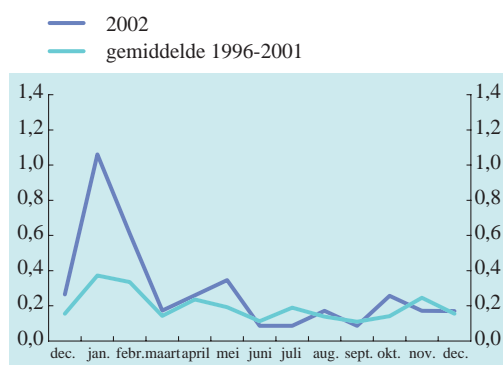
² Zie "L'impact à court terme sur les prix du passage à l'euro fiduciaire", Banque de France Bulletin Digest, september 2002, en "Wennem aan de euro", de Nederlandsche Bank, Kwartaalbericht september 2002.

stige maand in de periode 1996-2001 (zie Grafiek A). Soortgelijke prijsbewegingen werden opgetekend voor kapsalons (HICP-gewicht van 1,1%, zie Grafiek B) en andere dienstencomponenten. Voor de meeste van deze componenten vielen de prijsstijgingen in het eurogebied ook vrij hoog uit vergeleken met die in de niet aan het eurogebied deelnemende EU-landen. Terwijl achter de hoger dan gemiddelde prijsstijgingen theoretisch ook andere redenen zouden kunnen schuilgaan dan de overgang op de euro, is het moeilijk om na te gaan om welke andere factoren het dan wel zou kunnen gaan.

Grafiek A: Prijzen aangerekend in restaurants en cafés
(mutatie in procenten per maand)



Grafiek B: Prijzen aangerekend door haarkappers
(mutatie in procenten per maand)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

De goederenprijzen, die bijna 60% van de particuliere consumptieve bestedingen in het eurogebied voor hun rekening nemen, lijken al bij al niet sterk te zijn beïnvloed door de overgang. Deze laatste kan in sommige landen evenwel prijsstijgingen met zich hebben gebracht voor bepaalde “goedkope producten” die vaak door particuliere gezinnen worden gekocht, bijvoorbeeld bakkerijproducten en kranten. Door het lage prijspeil van dergelijke producten, kan het afrondingseffect vrij uitgesproken zijn in termen van mutaties in procenten. Voor de duurere goederen, in het bijzonder de duurzame consumptiegoederen, lijkt er daarentegen een neiging te zijn geweest naar neerwaartse prijsafronding in verband met de technische vooruitgang en de vrij scherpe concurrentie op deze markten.

De producten die in 2002 duidelijk door de overgang op de chartale euro werden beïnvloed, bleven enkele maanden lang een stevige prijsdynamiek aan de dag leggen; de afgelopen maanden lijkt die echter grotendeels genormaliseerd of zelfs gedaald. Dit zou er kunnen op wijzen dat de impact op de inflatie slechts tijdelijk van aard zal zijn, ofschoon enkele additionele effecten niet uit te sluiten vallen aangezien de aanpassing aan nieuwe aantrekkelijke europrijzen blijkbaar nog niet achter de rug is.³ Daarenboven mag enige persistentie worden verwacht in de landen die nog een of andere vorm van loonindexering toepassen. Op de lange termijn, meer bepaald wanneer de consumenten zich aan de nieuwe prijsstructuur zullen hebben aangepast, zijn permanente effecten zo goed als uitgesloten. Van de euro wordt daarentegen verwacht dat hij de prijsstijgingen zal afremmen, aangezien hij in het eurogebied voor méér prijstransparantie en concurrentie zal zorgen. Deze voordelen zullen bovendien van blijvende aard zijn.

Stijging van de door de consumenten aangevoelde inflatie

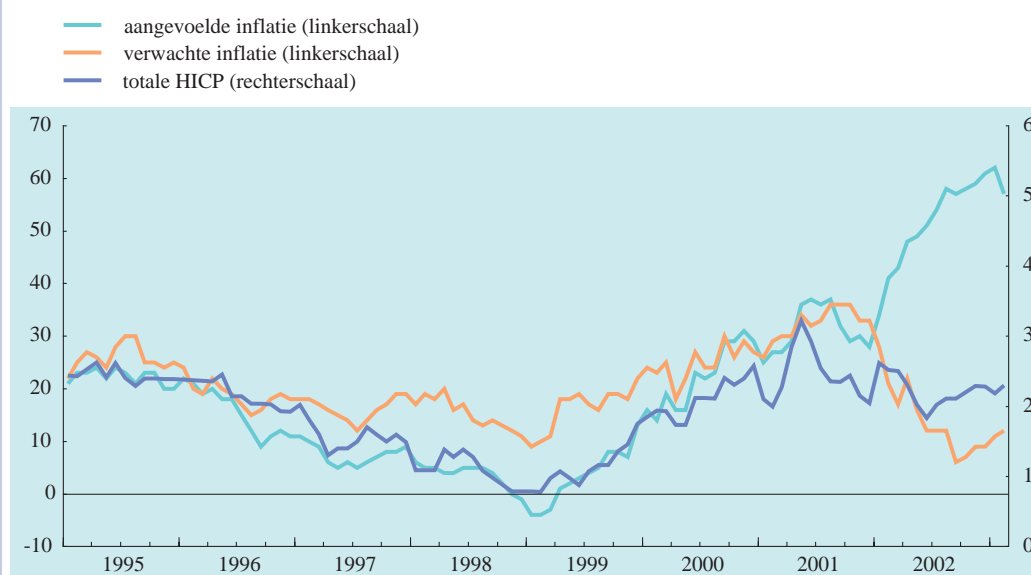
De empirische resultaten terzake van de impact van de overgang op de euro staan in schril contrast met de algemene indruk van de consumenten in het eurogebied. Volgens de Eurobarometer die de Europese Commissie in

³ Zie, bijvoorbeeld, “Die Verbraucherpreise beim Übergang von der D-Mark auf den Euro”, Monatsbericht der Deutschen Bundesbank, juli 2002.

november 2002 heeft gepubliceerd, oordeelt méér dan 80% van de consumenten uit het eurogebied dat de omzetting van de prijzen in euro aanzienlijke prijsstijgingen met zich heeft gebracht. Dit heeft zich geuit in een significante toename, vanaf januari 2002 het hele jaar door, van de indicator van de aangevoelde inflatie zoals die door de Europese Commissie is gepubliceerd (zie Grafiek C). Deze ontwikkeling, die zich in de meeste landen van het eurogebied voordeed, week sterk af van de werkelijke HICP-inflatie, die over diezelfde periode terugliep, wat aanleiding gaf tot een steeds groter wordende kloof tussen de aangevoelde en de werkelijke inflatie.

Grafiek C: Aangevoelde, verwachte en totale HICP-inflatie

(procentuele saldi en mutaties in procenten per jaar; maandgegevens)



Bronnen: Door de Europese Commissie onder producenten en consumenten gehouden conjunctuurenquêtes en Eurostat.

Toelichtingen: De indicatoren van de Europese Commissie betreffende de aangevoelde en de verwachte inflatie zijn voorgesteld als balansstatistieken en geven derhalve niet rechtstreeks het werkelijke inflatiecijfer weer. Vóór 2001, HICP-gegevens m.u.v. Griekenland.

Een mogelijke verklaring voor de kloof tussen de aangevoelde en de werkelijke inflatie is dat de consumenten veel belang hechten aan het prijsverloop van de goederen en diensten die ze het vaakst kopen, terwijl ze minder beseft hebben van de prijsontwikkeling van “dure producten”, bijvoorbeeld duurzame goederen, die ze minder vaak aankopen. Het is gebleken dat, in sommige gevallen, de overgang van in nationale munt luidende prijzen op europrijzen inderdaad gepaard is gegaan met forse prijsstijgingen die veel aandacht hebben gekregen van zowel de media als de consumenten. Ook de prijzen van bepaalde dagelijks aangekochte goederen, zoals groenten, zijn begin 2002 duidelijk gestegen. Hoewel deze prijsverhogingen voor een groot deel zijn veroorzaakt door andere factoren dan de overgang op de chartale euro, bijvoorbeeld de slechte weersomstandigheden, lijkt het publiek ze niettemin toe te schrijven aan de overgang op de euro. Hoewel het jaarlijkse mutatietempo van de prijzen van heel wat van deze producten vanaf het tweede kwartaal van 2002 begon te vertragen, bleef de indicator van de aangevoelde inflatie stijgen.

Derhalve rest de vraag hoe de persistente kloof tussen de aangevoelde en de werkelijke inflatie kan worden verklaard. Een mogelijke factor is blijkbaar het feit dat de consumenten niet vertrouwd zijn met de europrijzen. Ook vuistregel-berekeningen bij het vergelijken van de nieuwe europrijzen met de oude in nationale munt luidende prijzen kunnen helpen bij een beter begrip van de inflatieperceptie in sommige landen. Bovendien is gebleken dat de verscheidenheid aan prijzen voor een bepaald product na de overgang op de chartale euro fors is toegenomen. Mogelijkerwijs heeft dit grotere aantal verschillende prijzen enige verwarring teweeggebracht

bij de consumenten, die wellicht méér tijd nodig hebben om zich aan de nieuwe patronen inzake prijszetting aan te passen.⁴ Hoewel er, algemeen beschouwd, tal van factoren zijn die mede kunnen verklaren waarom de aanvoelde inflatie hoog blijft, lijken de meeste erop te wijzen dat het slechts om een tijdelijk fenomeen gaat, wat ook moge blijken uit de aanzienlijke daling van de inflatievooruitzichten gedurende het grootste gedeelte van 2002 (zie ook Grafiek C).

De extreme prijsstijgingen waar de consumenten in de context van de overgang op de euro gewag van hebben gemaakt, waren voor het overgrote deel geïsoleerde gevallen die op het geaggregeerde niveau slechts weinig te betekenen hadden. In dit opzicht spelen de consumenten een belangrijke rol door bepaalde goederen die duidelijk onrechtmatig sterk in prijs zijn gestegen, opzettelijk niet aan te kopen. Bovendien vertegenwoordigen de goederen en diensten die door de overgang zijn beïnvloed slechts een relatief gering aandeel in de totale korf van goederen en diensten die het HICP-indexcijfer samenstellen. Bijgevolg kan de HICP-inflatie van het eurogebied slechts voor een vrij klein deel worden toegeschreven aan de overgang op de chartale euro in 2002. Deze invloed op de HICP-inflatie zal voor het overgrote deel tijdelijk van aard zijn en de grotere grensoverschrijdende prijstransparantie als gevolg van de overgang op de euro zou, over een langere periode beschouwd, de concurrentie moeten verscherpen en de druk op de prijzen beperken.

4 Zie, bijvoorbeeld, "De aanpassing van de prijzen aan de overgang op de euro", Nationale Bank van België, www.nbb.be.

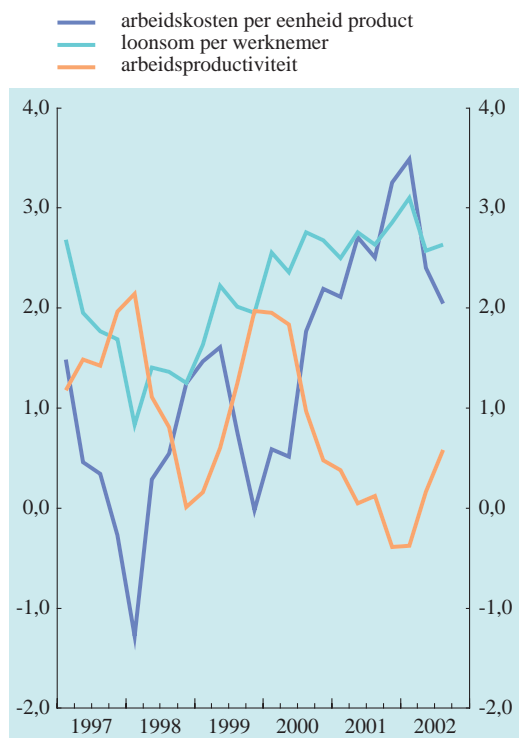
Het jaarlijkse groeicijfer van de loonsom per werknemer kwam tijdens de eerste drie kwartalen van 2002 op gemiddeld 2,8% uit, ietwat hoger dan in 2001 (zie Grafiek 18). Bovendien viel de jaar-op-jaar stijging van zowel de totale arbeidskosten per uur als de bruto maandinkomens in de eerste drie kwartalen van 2002 groter uit dan in 2001. Uit de beschikbare nationale gegevens blijkt echter niet dat de arbeidskosten naar het einde van 2002 toe sneller zouden zijn gestegen, wat trouwens wordt bevestigd door het verloop van de jaarlijkse groei van de contractlonen, die tijdens de tweede helft van 2002 is vertraagd.

De groei van de arbeidsproductiviteit – die weliswaar traag bleef – bleek tijdens de eerste drie kwartalen van 2002 gemiddeld beschouwd iets sterker te zijn dan in 2001. Dankzij het conjunctuurverloop trok de groei van de arbeidsproductiviteit in het tweede en derde kwartaal van 2002 aan, na twee kwartalen van negatieve jaarlijkse groeicijfers. Voor de economie van het eurogebied als geheel vertraagde de jaar-op-jaar groei van de arbeidskosten per eenheid product derhalve van 3,5% in het eerste kwartaal tot 2,4% in het tweede en 2,0% in het derde kwartaal. De ontwikkelingen van de mark-up, zoals die bij benadering worden gemeten door de kloof

Grafiek 18

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

(mutaties in procenten per jaar; kwartaalgegevens)



Bron: Eurostat.
Toelichting: De gegevens hebben betrekking op de Euro-12 (ook voor de periodes vóór 2001); gehele economie.

tussen de jaarlijkse groeicijfers van de bbp-deflator en de arbeidskosten per eenheid product, geven aan dat de activiteitsvertraging de winsten enigszins negatief heeft beïnvloed. Het in de loop van 2002 opgetekende con-

junctuurgebonden herstel van de productiviteitsgroei heeft de groei van de arbeidskosten per eenheid product evenwel afgeremd en, derhalve, de neerwaartse druk op de mark-ups gematigd.

4 Productie-, vraag- en arbeidsmarktontwikkelingen

Gematigde economische activiteit in 2002

Ondanks de positieve tekenen aan het begin van het jaar, bleef de economische situatie in 2002 overwegend zwak. Het bij het begin van het jaar ontluikende herstel haperde en de kwartaalgroei van het reële bbp bleef het hele jaar lang beneden het potentiële groeivolume van het eurogebied. In het laatste kwartaal van het jaar doken nieuwe tekenen van zwakte op aangezien de reële bbp-groei kwartaal-op-kwartaal tot een laag peil zakte. Al bij al is de gemiddelde jaarlijkse reële bbp-groei in 2002 teruggelopen tot 0,8%, tegen 1,4% in 2001, een en ander als gevolg van het negatieve overloopeffect van 2001, gecombineerd met de in 2002 bescheiden driemaandelijke groeicijfers (zie Tabel 7).

Tegen de achtergrond van de sedert eind 2000 aanhoudend trage groei, die tot een forse inkrimping van de kapitaalvorming leidde, bleef de onbenutte capaciteit in 2002 gering. De bezettingsgraad van het productievermogen in de verwerkende industrie lag in 2002, gemiddeld beschouwd, dicht bij zijn lange-termijngemiddelde, terwijl het werkloosheidscijfer slechts matig toenam en onder het peil van 2000 bleef.

De trage economische groei in 2002 was het resultaat van een reeks negatieve schokken die mede de onzekerheid vergrootten en de hoop op een snel herstel verkleinden. De geopolitieke spanningen, die de olieprijsen en het vertrouwen negatief beïnvloedden, de scherpe daling van de aandelenkoersen en de aanhoudende wereldwijde onevenwichtigheden maakten dat de sterkte van de economische activiteit er in de loop van het jaar op achteruitging.

In een zwakke economische omgeving, is het zaak de geplande structurele hervormingen ten uitvoer te leggen omdat zij wellicht het vertrouwen in de toekomstige economische groei en de werkgelegenheid zullen verstevigen. In dit opzicht geeft Kader 5 een overzicht van de vooruitgang die de EU inzake haar hervormingsagenda heeft geboekt.

Geringere bijdrage van binnenlandse vraag debet aan verdere vertraging van jaarlijkse reële bbp-groei in 2002

De jaarlijkse gemiddelde reële bbp-groei viel in 2002 trager uit dan in 2001 omdat de binnenlandse vraag een geringere bijdrage leverde aan de economische activiteit. Dat de binnenlandse vraag slechts weinig levendig was, had te maken met de ingrijpende beperking van de kapitaaluitgaven, die slechts voor een deel werd gecompenseerd door een matige toename van de particuliere consumptie.

De bruto-investeringen in vast kapitaal liepen in 2002 voor het tweede jaar op rij terug, ditmaal met gemiddeld 2,5% (zie Tabel 7). De achteruitgang van de investeringen is aan verschillende factoren toe te schrijven. Ten eerste, namen de vooruitzichten op een robuust herstel in het eurogebied in de loop van het jaar af, waardoor de bedrijven hun investeringsplannen neerwaarts bijstelden. Ten tweede, werd de rendabiliteit van de bedrijfssector aangetast door de vertraging van de economische activiteit. Ook de prijsvorming die gericht was op het behoud van de aandelen in de exportmarkt terwijl de euro in waarde steeg, kan de bedrijfswinsten hebben gedrukt. Ten derde, zorgden de scherpe dalin-

Tabel 7**Samenstelling van de reële bbp-groei in het eurogebied***(mutaties in procenten, tenzij anders aangegeven; voor seizoen gezuiverde gegevens)*

	Jaarcijfers ¹⁾					Kwartaalcijfers ²⁾							
	2000	2001	2002	2001 kw 4	2002 kw 1	2002 kw 2	2002 kw 3	2002 kw 4	2001 kw 4	2002 kw 1	2002 kw 2	2002 kw 3	2002 kw 4
Reëel bruto binnenlands product	3,5	1,4	0,8	0,5	0,3	0,6	0,9	1,3	-0,2	0,4	0,3	0,4	0,2
<i>waarvan:</i>													
Binnenlandse vraag	2,9	0,9	0,2	0,0	-0,2	-0,1	0,4	0,8	0,0	0,0	0,2	0,2	0,4
Particuliere consumptie	2,5	1,8	0,6	1,6	0,5	0,4	0,6	1,0	0,0	-0,2	0,4	0,4	0,4
Overheidsconsumptie	2,0	2,1	2,5	1,6	2,0	2,6	2,7	2,6	0,6	0,7	0,9	0,3	0,5
Brutovorming van vast kapitaal	4,9	-0,6	-2,5	-2,5	-2,5	-3,2	-2,6	-1,8	-0,9	-0,2	-1,3	-0,2	-0,1
Voorraadwijzigingen ^{3), 4)}	0,0	-0,4	-0,1	-0,7	-0,3	-0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1
Netto-uitvoer ³⁾	0,6	0,5	0,6	0,5	0,5	0,8	0,5	0,5	-0,2	0,4	0,1	0,2	-0,2
Uitvoer ⁵⁾	12,6	2,8	1,2	-2,8	-2,4	0,6	2,7	4,1	-1,2	0,2	1,7	2,1	0,0
Invoer ⁵⁾	11,3	1,5	-0,3	-4,1	-3,9	-1,5	1,5	3,0	-0,8	-1,0	1,5	1,8	0,6
Reële toegevoegde waarde													
<i>waarvan:</i>													
Industrie m.u.v. bouwnijverheid	4,0	1,1	0,2	-1,5	-1,8	0,1	0,7	1,7	-1,3	0,9	0,6	0,5	-0,4
Bouwnijverheid	2,4	-0,6	-1,5	-0,6	-0,6	-1,6	-1,8	-2,0	0,0	-0,7	-1,0	-0,1	-0,2
Marktgebonden diensten ⁶⁾	4,8	2,6	1,3	1,7	1,3	1,2	1,2	1,5	0,1	0,3	0,5	0,3	0,4

Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

1) Mutatie in procenten tegenover de overeenkomstige periode een jaar eerder.

2) Mutatie in procenten tegenover het voorgaande kwartaal.

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

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

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

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

gen van de aandelenkoersen in 2002 ervoor dat nieuw aandelenkapitaal duurder werd, wat op zijn beurt de investeringsuitgaven wellicht negatief heeft beïnvloed. Ten vierde, zouden de toenemende risicovergoedingen bij bedrijfsobligaties en lange-termijn bancaire debetrentes ook geleid kunnen hebben tot striktere financieringsvoorwaarden, ondanks de lage rentetarieven (zie Kader 3). Tot slot hebben de tragere groei van het reële gezinsinkomen en de toegenomen onzekerheid ook een negatief effect gehad op de investeringen in woningen. Deze laatste zijn in 2002 met naar raming om en bij 2% afgenomen.

In 2002 werd de particuliere consumptie gedrukt door de zwakke economische situatie. In totaal nam de particuliere consumptie over het jaar met gemiddeld 0,6% toe (zie Tabel 7). Meer in het bijzonder het reële

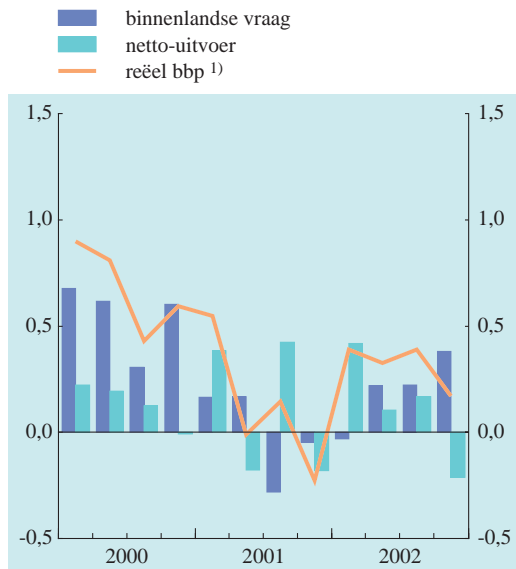
beschikbare inkomen van de gezinnen zou in 2002 naar raming minder fors zijn toegenomen dan in 2001, voornamelijk als gevolg van de tragere werkgelegenheids groei. De impact van deze laatste op de inkomens werd deels geneutraliseerd door een lichte stijging van de reële loongroei in 2002, in hoofdzaak als gevolg van de ietwat geringere inflatie. Geraamd wordt dat de bijdrage van de netto-overheidsoverdrachten, de belastingen en de sociale-zekerheidsbijdragen aan de groei van de gezinsinkomens tussen 2001 en 2002 vrijwel niet veranderd is.

Geraamd wordt dat de spaarquote van de huishoudens in 2002 opgelopen is. Aan het begin van 2002 had de hogere spaarquote te maken met de gebeurtenissen van 11 september 2001 en, in mindere mate, met de overgang op de chartale euro die de inflatie zoals

Grafiek 19

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

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



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

1) Mutatie in procenten tenover het voorgaande kwartaal.

die door de consumenten werd aangevoeld, deed oplopen (zie Kader 4) en de bereidheid van de huishoudens tot het verrichten van grote aankopen verminderde. Later in het jaar steeg de spaarquote verder als gevolg van de scherpe daling van de aandelenkoersen die het vermogen van de huishoudens aantastte en het vertrouwen negatief beïnvloedde (zie Grafiek 20). Het negatieve effect dat de gedaalde aandelenkoersen op het nettovermogen van de huishoudens sorteerte, werd echter mogelijkwerwijs voor een deel gecompenseerd door de gestegen huizenprijzen in sommige delen van het eurogebied. Voorts hebben wellicht ook de zware geopolitieke spanningen en de geleidelijke verslechtering van de situatie op de arbeidsmarkt de huishoudens ertoe aangezet meer aan voorzorgs-sparen te doen.

Vorraadwijzigingen dragen in 2002 niet bij tot reële bbp-groei; netto-uitvoer levert wel positieve bijdrage

In 2001 hadden de voorraadwijzigingen de reële bbp-groei uitermate negatief beïnvloed; in 2002 leverden de voorraden gemiddeld beschouwd geen bijdrage tot die groei. De verbeterde bedrijfsvooruitzichten aan het begin van het jaar maakten een einde aan een langdurige periode van voorraadafbouw. In de tweede helft van het jaar werden de bedrijven er door het ontgoochelende tempo van de economische activiteit evenwel toe aangezet hun gewenste voorraadpeil neerwaarts bij te stellen, waardoor zij er meteen voor zorgden dat de voorraadwijzigingen geen significante bijdrage leverden tot de reële bbp-groei.

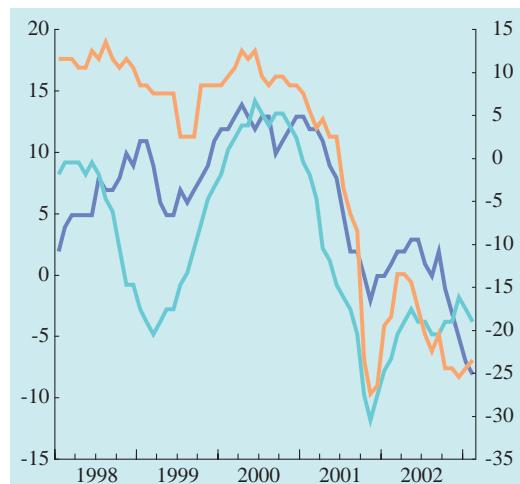
In 2002 bleef de jaarlijkse gemiddelde groei van zowel de reële invoer als de reële uitvoer van goederen en diensten (inclusief het handelsverkeer binnen het eurogebied) verder

Grafiek 20

Vertrouwensindicatoren voor het eurogebied

(procentuele saldi)

- consumentenvertrouwen (linkerschaal)
- producentenvertrouwen (linkerschaal)
- vertrouwen binnen de dienstensector (rechtterschaal)



Bron: Conjuncturenenquêtes van de Europese Commissie.

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

vertragen, tot respectievelijk -0,3% en 1,2%. Dit had deels te maken met de duidelijke inkrimping van de handelsvolumes in de tweede helft van 2001, wat een belangrijk negatief overloopeffect naar 2002 teweegbracht. Omstreeks het midden van het jaar herstelden de handelsvolumes zich evenwel. De export trok aan, geschraagd door een toename van de internationale vraag. Omstreeks medio 2002 trok ook de invoer aan. In het laatste kwartaal van het jaar, vertraagde zowel de invoer- als de uitvoergroei, terwijl de bijdrage van de nettohandel negatief werd. Gemiddeld over 2002 leverde de netto-uitvoer een significante bijdrage tot de economische activiteit en dat vanwege de inkrimping van de invoervolumes.

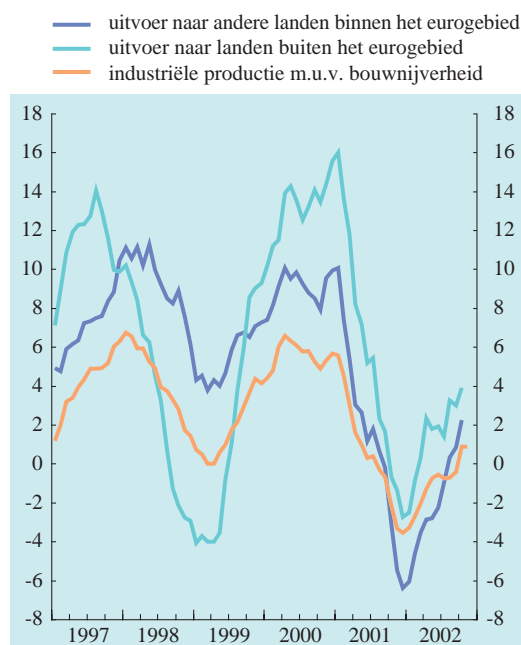
Dienstensector blijft in 2002 stuwende kracht achter economische activiteit

Volgens gegevens afkomstig van de nationale rekeningen, is de toegevoegde waarde in de industrie m.u.v. de bouwnijverheid in 2002 licht toegenomen met 0,2%. De in 2002 opgetekende zwakke groei was voornamelijk het resultaat van het negatieve overloopeffect van 2001, terwijl de industriële activiteit zich in de eerste helft van het jaar herstelde (zie Tabel 7). Volgens de gegevens betreffende de industriële productie, werd de opleving aan het begin van het jaar op gang gebracht door de productie van halfabrikaten (zie Tabel 8), samen met de ommekeer in de voorraadcyclus en de buitenlandse vraag (zie Grafiek 21). Ten gevolge van de verslechtering van de huidige en toekomstige economische ontwikkelingen verloor de industriële activiteit in de tweede helft van 2002 enigszins aan kracht, ofschoon de jaar-op-jaar groeicijfers bleven stijgen dankzij de gunstige basiseffecten van de zwakke activiteit in de tweede helft van 2001. De productie in de bouwnijverheid, zoals die wordt gemeten aan de hand van de reële toegevoegde waarde, is in 2002 met 1,5% afgenomen. De zwakke activiteit in de bouwnijverheid had grotendeels te maken met de aanhoudend negatieve ontwikkelingen in Duitsland. Ook de verslechtering van het algemene economische klimaat in het euroge-

Grafiek 21

Uitvoer van goederen voor het eurogebied en industriële productie

(volumes, mutaties in procenten per jaar)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

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

bied en de grote onzekerheid waren belangrijke factoren.

Daartegenover is de toegevoegde waarde in de dienstensector in 2002 blijven stijgen, zij het trager dan in 2001. De activiteit bij de marktgebonden diensten nam met 1,3% toe (zie Tabel 7), waardoor zij de belangrijkste stuwende kracht bleef achter de in 2002 opgetekende algemene economische groei. De kwartaal-op-kwartaal groeicijfers van de toegevoegde waarde in deze sector bleven globaal beschouwd het hele jaar door ongewijzigd.

Verschillen tussen reële bbp-groei in landen van het eurogebied in 2002 verkleind

De verschillen tussen de reële bbp-groei in de landen van het eurogebied zijn in 2002 verkleind. Het ecart tussen de twee landen met het hoogste en het laagste groeicijfer vernauwde tot 4,1 procentpunten, tegen 5,0 pro-

Tabel 8**Industriële productie in het eurogebied***(mutaties in procenten)*

	Jaarcijfers ¹⁾					Kwartaalcijfers ²⁾							
	2000	2001	2002	2001 kw 4	2002 kw 1	2002 kw 2	2002 kw 3	2002 kw 4	2001 kw 4	2002 kw 1	2002 kw 2	2002 kw 3	2002 kw 4
Totale industrie m.u.v. bouwnijverheid	5,5	0,4	-0,7	-3,6	-2,7	-0,6	-0,5	0,9	-1,8	0,6	0,6	-0,1	-0,1
<i>naar hoofdsectoren:</i>													
Totale industrie m.u.v. bouwnijverheid en energie	6,0	0,2	-0,9	-4,7	-3,2	-0,9	-0,8	1,2	-2,3	0,9	0,5	0,0	-0,2
Halffabrikaten	5,9	-0,8	0,3	-6,0	-2,1	0,3	0,7	2,3	-2,6	2,3	0,7	0,2	-0,9
Investeringsgoederen	9,4	1,3	-2,6	-4,9	-6,7	-2,7	-1,9	1,0	-2,5	-0,6	0,8	0,2	0,3
Consumptiegoederen	2,2	0,4	-1,0	-2,6	-1,2	-0,9	-1,9	-0,1	-2,0	0,3	0,2	-0,5	-0,1
Duurzame	6,5	-2,5	-4,9	-7,4	-6,7	-5,8	-3,9	-3,0	-3,7	-0,5	-0,9	0,6	-2,4
Niet-duurzame	1,4	1,0	-0,2	-1,5	-0,1	0,1	-1,5	0,5	-1,7	0,5	0,4	-0,6	0,3
Energie	1,9	1,2	0,7	3,5	1,2	2,1	0,7	-1,0	1,9	-1,6	1,1	-0,5	0,2
Verwerkende industrie	5,9	0,2	-1,0	-4,6	-3,4	-1,0	-0,7	1,2	-2,3	0,8	0,6	0,0	-0,2

Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

- 1) Mutatie in procenten tegenover de overeenkomstige periode een jaar eerder, berekend op basis van voor uijzigingen in het aantal werkdagen gezuiverde gegevens.
- 2) Mutatie in procenten tegenover het voorgaande kwartaal, berekend op basis van voor seizoen en aantal werkdagen gezuiverde gegevens.

centpunten in 2001. De jaarlijkse gemiddelde reële bbp-groei is in alle landen van het eurogebied vertraagd, behalve in Finland. De zwakke economische activiteit in 2002 doet

vermoeden dat de gemiddelde jaargroei van het reële bbp in verscheidene landen laag uitkwam. In een aantal landen nam het reële bbp in 2002 inderdaad nauwelijks toe.

Tabel 9**Arbeidsmarktontwikkelingen in het eurogebied***(mutaties in procenten per jaar en procenten)*

	Mutaties per jaar					Mutaties per kwartaal								
	1999	2000	2001	2002	2001 kw 4	2002 kw 1	2002 kw 2	2002 kw 3	2002 kw 4	2001 kw 4	2002 kw 1	2002 kw 2	2002 kw 3	2002 kw 4
Beroepsbevolking	0,9	1,0	0,9	.	0,7	0,8	0,8	0,7	.	0,3	0,2	0,2	0,1	.
Werkgelegenheid	1,8	2,1	1,4	.	0,9	0,7	0,5	0,3	.	0,2	0,1	0,0	-0,1	.
Landbouw ¹⁾	-2,4	-1,6	-0,8	.	-1,6	-2,3	-1,9	-1,9	.	-0,5	-0,4	-0,2	-0,9	.
Industrie ²⁾	0,3	0,9	0,3	.	-0,4	-1,0	-1,0	-1,2	.	-0,2	-0,4	-0,2	-0,4	.
– m.u.v. bouwnijverheid	-0,2	0,6	0,3	.	-0,5	-1,1	-1,1	-1,2	.	-0,2	-0,4	-0,2	-0,4	.
– bouwnijverheid	2,0	1,7	0,3	.	-0,2	-0,6	-0,7	-1,3	.	-0,2	-0,3	-0,1	-0,7	.
Diensten ³⁾	2,7	2,9	2,0	.	1,6	1,6	1,3	1,0	.	0,4	0,3	0,1	0,2	.
Werkloosheidsgraden ⁴⁾														
Totaal	9,4	8,5	8,0	8,3	8,0	8,1	8,2	8,3	8,5	-	-	-	-	-
Jonger dan 25 jaar	18,5	16,6	15,6	16,1	15,7	15,8	16,1	16,2	16,3	-	-	-	-	-
25 jaar en ouder	8,2	7,4	7,0	7,3	7,0	7,1	7,2	7,3	7,4	-	-	-	-	-

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

- 1) Omvat tevens visserij, jacht en bosbouw.
- 2) Omvat verwerkende industrie, bouwnijverheid, winning van delfstoffen, en elektriciteit, gas- en watervoorziening.
- 3) Met uitzondering van extraterritoriale organen en instellingen.
- 4) Procenten van de beroepsbevolking overeenkomstig de ILO-aanbevelingen.

Werkgelegenheidsgroei blijft in 2002 vertragen

Ook de arbeidsmarkten ondervonden in 2002 geleidelijk de weerslag van de economische vertraging en in de tweede helft van het jaar werden de groeicijfers op kwartaalbasis van de totale werkgelegenheid negatief. Volgens de beschikbare nationale gegevens zou de totale werkgelegenheid in 2002 met naar raming 0,4% zijn gegroeid, tegen 1,4% tijdens het jaar voordien. Vergelijken met vroegere economische vertragingen in de jaren negentig, bleef de werkgelegenheidsgroei in het eurogebied gedurende een groot deel van 2002 relatief veerkrachtig. Dat zou deels kunnen worden verklaard door het feit dat, begin 2002, tal van bedrijven oordeelden dat de economische vertraging slechts van korte duur zou zijn. Aangezien de activiteit evenwel zwak bleef, ging de arbeidsmarktsituatie er in de tweede helft van het jaar op achteruit (zie Tabel 9).

Wat de sectorale ontwikkelingen voor 2002 betreft, werd de jaar-op-jaar groei van de werkgelegenheid in de industriële sectoren negatief (dat betekent zowel in de bouwnijverheid als in de industrie m.u.v. de bouwnijverheid), terwijl de netto werkgelegenheidscreatie in de dienstensector aanhield. Niettemin liet de werkgelegenheid in de dienstensector ten opzichte van 2001 een markante vertraging optekenen. Vooral in de financiële diensten en in de diensten aan bedrijven, die de laatste jaren de stuwende kracht zijn geweest achter de netto banencreatie in de dienstensector, is de werkgelegenheidsgroei in 2002 meer dan gehalveerd ten opzichte van 2001. Ook in de andere marktgebonden diensten (namelijk handel, transport en communicatie) groeide de werkgelegenheid duidelijk minder snel, hoewel de vertraging er minder uitgesproken was.

Werkloosheid neemt in 2002 geleidelijk toe

Parallel aan de vertraging van de werkgelegenheidsgroei, is de gestandaardiseerde werkloosheidsgraad van het eurogebied gedurende heel 2002 geleidelijk gestegen tot gemiddeld

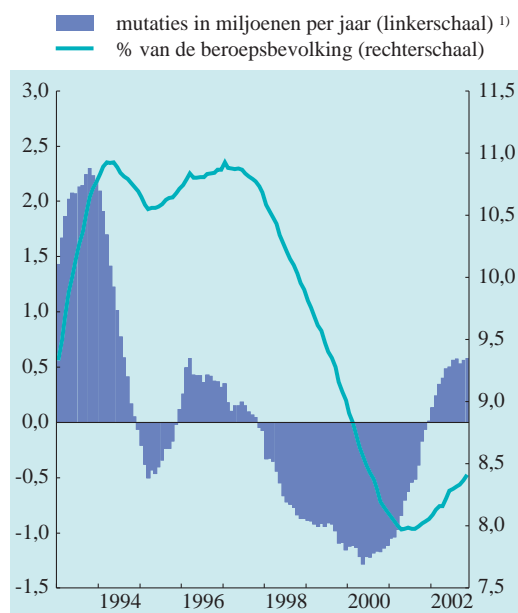
8,3% voor het hele jaar, dat is 0,3 procentpunt méér dan in 2001 (zie Grafiek 22). Na gedurende vier opeenvolgende jaren te zijn gedaald, is het aantal werklozen in het eurogebied opgelopen tot gemiddeld 11,4 miljoen in 2002.

Alle leeftijdsgroepen en zowel mannen als vrouwen lijken door de stijgende werkloosheid te zijn getroffen. De jeugdwerkloosheidsgraad nam in 2002 toe tot 16,1%, of 0,5 procentpunt méér dan in 2001, terwijl de werkloosheidsgraad voor de leeftijdscategorie van 25 jaar en ouder opliep van 7,0% in 2001 tot 7,3% in 2002. De werkloosheidskloof tussen de jongere en oudere leeftijdscategorieën bleef dus in 2002 ten opzichte van 2001 algemeen beschouwd ongewijzigd. Hoewel de stijgende werkloosheid zowel de mannen als de vrouwen trof, bleef de kloof tussen de gemiddelde werkloosheidsgraad bij mannen (7,2% in 2002) en die bij vrouwen (9,8% in 2002) het hele jaar door geleidelijk vernauwen. Dit wijst erop dat de groepen die traditioneel het zwaarst door de verslechtering op

Grafiek 22

Werkloosheid in het eurogebied

(maandgegevens; voor seizoen gecorrigeerd)



Bron: Eurostat.

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

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

de arbeidsmarkt worden getroffen (de jongeren en de vrouwen) verhoudingsgewijs blijkbaar niet erger onder deze economische achteruitgang hebben geleden, vooral in vergelijking met wat zich bij eerdere vertragingen in de jaren negentig voordeed. De werkloosheid nam in de meeste landen van het eurogebied toe en de verschillen tussen de landen van het eurogebied bleven zo goed als ongewijzigd.

Geraamd wordt, ten slotte, dat de groei van de beroepsbevolking (alle werkenden en werklozen samen) in 2002 licht zou zijn vertraagd. Ten grondslag daaraan lag de aanhoudend zwakke activiteitsexpansie en de toename van de werkloosheid die het toetreden tot de arbeidsmarkt ontmoedigde.

Met andere woorden, hoewel de werkgelegenheids groei in het eurogebied tot de tweede helft van 2002 relatief krachtig bleef, viel op de arbeidsmarkten een geleidelijke verslechtering te noteren, voornamelijk als gevolg van de vertraagde impact van de zwakere economische activiteit. Al deze ontwikkelingen tonen aan dat het absoluut noodzakelijk is blijvend werk te maken van arbeidsmarkthervormingen en de loonontwikkelingen in het teken te plaatsen van werkgelegenheids groei teneinde de arbeidsmarkten vlotter te laten functioneren en het effect van conjunctuurvertragingen beter af te zwakken (zie Kader 5).

Kader 5

Beperkte vooruitgang inzake structurele hervormingen van de product- en arbeidsmarkten in het eurogebied

Structurele hervormingen van de product- en arbeidsmarkten verhogen het groeipotentieel van de economie en vergemakkelijken de aanpassing aan economische veranderingen. In maart 2000 erkende de Europese Raad van Lissabon dat het belangrijk was om het regelgevende kader te moderniseren en legde hij een ambitieuze hervormingsagenda vast met als doelstelling dat de Europese Unie zich tegen 2010 dient te ontwikkelen tot de meest concurrerende en dynamische, op kennis gebaseerde economie ter wereld. Sindsdien is het economische klimaat aanzienlijk verslechterd. Een krachtadig optreden om de "Lissabon-agenda" uit te voeren, is des te belangrijker geworden om het economisch vertrouwen te schragen en om het kader voor economische activiteit en werkgelegenheids groei te verbeteren. Tegen die achtergrond wordt in dit kader een beknopt overzicht gegeven van de voortgang die de laatste jaren, en met name in 2002, is gemaakt met betrekking tot de uitvoering van de hervormingsagenda van de EU. Deze beoordeling strookt grotendeels met het standpunt dat de Europese Commissie heeft uiteengezet in haar rapport over de tenuitvoerlegging van de globale richtsnoeren voor het economisch beleid van 2002 (GREB's).

De werking van de productmarkten wordt gevolgd en geëvalueerd in het kader van het Cardiff-proces, terwijl de arbeidsmarkthervorming beoordeeld wordt in het kader van het Luxemburg-proces. Beide processen zijn gebaseerd op beoordelingen van de door elk land ten uitvoer gelegde hervormingen en zorgen voor elementen bij het opstellen van de GREB's, die de overkoepelende beleidsprioriteiten voor de diverse economische beleidsdomeinen bepalen. Beleidsaanbevelingen voor elke EU-lidstaat zijn afgeleid van die prioriteiten (zie Hoofdstuk V).¹

Wat de arbeidsmarkten betreft, beklemtonen de GREB's van 2002 de noodzaak om: (i) de belasting- en uitkeringsstelsels aan te passen teneinde werken lonend te maken en het zoeken naar een baan te stimuleren; (ii) de efficiëntie en de effectiviteit van de actieve arbeidsmarktmaatregelen te verhogen; (iii) belemmeringen voor geografische mobiliteit binnen en tussen lidstaten op te heffen; (iv) verandering van beroep te vergemakkelijken.

¹ Aanbeveling van de Raad van 21 juni 2002 betreffende de globale richtsnoeren voor het economische beleid van de lidstaten en de Gemeenschap.

ken; (v) een meer flexibele werkorganisatie te bevorderen en de regelgeving betreffende arbeidsovereenkomsten te evalueren; en (vi) bestaande belemmeringen voor deelneming van vrouwen aan de arbeidsmarkt uit de weg te ruimen.

Verscheidene landen zijn gestart of doorgestaan met het uitvoeren van maatregelen om werken lonend te maken of om de werkgeversbijdragen voor de sociale zekerheid te verminderen. Daarnaast werden de inspanningen om het zoeken naar werk te vergemakkelijken, voortgezet in de vorm van een efficiëntere dienstverlening door de arbeidsbemiddelingsbureaus en striktere vereisten voor het zoeken van een baan. Een aantal landen gingen door met de inspanningen om een flexibeler werkorganisatie te bevorderen. Vele arbeidsmarkthervormingen werden echter nauwelijks of helemaal niet aangepakt. In dat verband werden bijvoorbeeld alomvattende hervormingen van pensioenstelsels en regelingen voor vervroegde uittreding met het oog op een verhoging van de participatiegraad onder oudere werknemers niet voldoende bevorderd en werd slechts weinig aandacht besteed aan hervormingen van de ontslagwetgeving ter verbetering van de arbeidsmobiliteit. Over het geheel genomen, lijkt het tempo van de arbeidsmarkthervorming in de meeste landen van het eurogebied in 2002 te zijn afgenomen in vergelijking met voorgaande jaren.

De agenda voor de structurele hervorming van de productmarkten omvat zeer uiteenlopende terreinen waarvan die welke hieronder volgen, benadrukt werden in de GREB's voor 2002: (i) het volledig implementeren van de interne markt; (ii) het verzekeren van een effectieve concurrentie; en (iii) het sneller hervormen van de netwerkindustrieën. Er zijn nog steeds een aantal belangrijke obstakels die de werking van de interne markt in de weg staan, vooral in de dienstenmarkten. Vele van die belemmeringen lijken te wijten te zijn aan de nationale regelgeving, bijvoorbeeld administratieve procedures voor de oprichting van dochterondernemingen in andere landen van het eurogebied of de aanwending van discretionaire bevoegdheden door lokale autoriteiten. Na tien jaar van voortdurende verbetering kwam er in 2002 een einde aan de daling van het percentage interne-markt-wetgeving dat door de lidstaten nog niet in nationale wetgeving was omgezet. Die omzettingachterstand in de landen van het eurogebied steeg van 2,2% in oktober 2001 tot 2,4% in oktober 2002.

Wat de verscherping van de concurrentie betreft, troffen enkele landen uit het eurogebied maatregelen om de bevoegdheden van hun mededingings- en toezichtautoriteiten te vergroten. De vermindering van staatssteun is een ander instrument dat kan worden aangewend om concurrentievervalsingen terug te dringen. Hoewel er een algemene tendens is om de overheidssteun te verminderen, is die in sommige sectoren, zoals het spoor- en luchtvervoer, nog steeds aanzienlijk. De implementatie van regelgevende hervormingen in de netwerkindustrieën ging door, zij het in verschillende mate naar gelang van het land en de sector. De gevolgen van de hervormingen in die voorheen afgeschermden sectoren manifesteerden zich in prijsdalingen in sommige van die sectoren, met name telecommunicatie. Die ontwikkeling hield in 2002 aan, zij het in een trager tempo.

De slotsom is dat in 2002 enige vooruitgang werd geboekt bij het terugdringen van structurele rigiditeiten in de arbeids- en productmarkten. Het is echter zo dat vele landen dat blijkbaar in fasen doen, veeleer dan in de vorm van intensieve alomvattende hervormingsinspanningen. Vermits het enige tijd duurt vóór men ten volle de vruchten plukt van structurele hervormingen, wordt het, gezien de trage en partiële aanpak van de meeste lidstaten, steeds moeilijker om de strategische doelstellingen van de Lissabon-agenda te halen. Voorts kan het geringe vertrouwen in een snel economisch herstel eveneens toe te schrijven zijn aan een gebrek aan vastbeslotenheid om algemene hervormingen ten uitvoer te leggen. Dat maakt het des te belangrijker om de inspanningen op het gebied van structurele hervormingen op te voeren.

5 Begrotingsontwikkelingen

Verslechtering van begrotingssaldi in 2002 voornamelijk toe te schrijven aan economische achteruitgang

Voor het tweede jaar op rij zijn de begrotingssaldi in het eurogebied in 2002 verslechterd. Volgens de meest recente gegevens van Eurostat bedroeg het tekort gemiddeld 2,2% bbp, tegen 1,6% in 2001 (zie Tabel 10). Deze aanmerkelijke verslechtering tot het hoogste gemiddelde tekortpeil sinds 1998 is voornamelijk toe te schrijven aan de zwakke economische activiteit, die door de werking van de automatische stabilisatoren een impact heeft gehad op de begrotingsresultaten, alsook aan ongunstige ontwikkelingen van de ontvangsten in sommige landen. Bovendien hadden aanzienlijke statistische herzieningen van de tekorten over 2001, uitgavenoverschrijdingen en fiscale hervormingen in een aantal landen een negatieve invloed op de begrotingssaldi van 2002. Nagenoeg geen enkel land slaagde erin de begrotingsdoelstellingen te halen die in de eind 2001 ingediende stabiliteitsprogramma's waren vastgelegd. Gemiddeld werd een forse 1,3% bbp van die doelstellingen afgeweken.

De begrotingsontwikkelingen waren vooral ongunstig in landen die reeds in 2001 met aanmerkelijke begrotingsonevenwichtigheden te kampen hadden. Duitsland liet in 2002 een tekort optekenen dat de referentiewaarde van 3% bbp ruimschoots overschreed. Ongerekend de UMTS-ontvangsten, registreerde Frankrijk een tekortquote van 3,2% bbp, terwijl de quotes in Italië en Portugal niet veel lager uitkwamen. De ECOFIN-Raad besliste in november 2002 dat Portugal in 2001 een buitensporig tekort had laten optekenen, en in januari 2003 besloot hij hetzelfde voor Duitsland met betrekking tot 2002. ECOFIN drong aan op maatregelen om een einde te maken aan deze situatie en keurde eveneens in januari 2003 een aanbeveling goed voor een vroegtijdige waarschuwing aan het adres van Frankrijk. In totaal lieten negen landen in 2002 tekorten optekenen, tegen zes het jaar voordien. Enkel België, Luxemburg en Finland kon-

den een begroting in evenwicht of met een overschot voorleggen.

Voor het eerst sinds 1993 liep de quote van de overheidsuitgaven tot het bbp in het eurogebied niet terug. Zij steeg met circa 0,5 procentpunt, onder meer vanwege de hogere werkloosheidsuitgaven als gevolg van de zwakke conjunctuur. Hoewel in specifieke categorieën – bijvoorbeeld de gezondheidszorg – uitgavenoverschrijdingen werden genoteerd, werd geen algemene ontsporing ten aanzien van de uitgavendoelstellingen vastgesteld. De rentelasten in procenten bbp lieten in 2002 slechts een beperkte vermindering optekenen. De trage groei van de belastingontvangsten in 2002 heeft vooral te maken met de zwakke activiteitstoename, omdat er geen grote belastinghervormingen ten uitvoer werden gelegd. Andere factoren die de groei van de belastingontvangsten drukten, waren de omvangrijke belastingverminderingen van de voorgaande jaren alsook de negatieve effecten die voortvloeiden uit het verloop van winsten en activaprijzen.

De gemiddelde overheidsschuld ratio in het eurogebied is in 2002 gedaald met 0,1 procentpunt tot 69,1% bbp. Tekort-schuldaanpassingen, die het tekort onveranderd laten maar een invloed hebben op de brutoschuld van de overheid, hebben de schuld van de overheid met 0,2 procentpunt bbp gereduceerd. Deze factor droeg in aanzienlijke mate bij tot een vertraging van de schuld ratioverlaging in Griekenland en Finland. In België, Griekenland en Italië bleef de brutoschuld ratio van de overheid boven de 100% bbp. De schuld ratio steeg in drie van de vier landen met een groot tekort. In Italië was de daling van de schuld ratio vooral het gevolg van een financiële operatie die een aanzienlijk eenmalig effect sorteerde.

Volgens gegevens van de Europese Commissie is in het eurogebied in 2002, net als in 2001, een ietwat soepeler begrotingskoers gevolgd, afgemeten aan de verandering in het conjunctuurgezuiverde primaire overschot. De ver-

Tabel 10**Begrotingsposities in het eurogebied***(procenten bbp)***Overschot (+) of tekort (-) van de gezamenlijke overheid**

	1999	2000	2001	2002
Eurogebied	-1,3	-1,0	-1,6	-2,2
België	-0,5	0,1	0,3	0,0
Duitsland	-1,5	-1,4	-2,8	-3,6
Griekenland	-1,8	-1,9	-1,9	-1,2
Spanje	-1,2	-0,9	-0,1	-0,1
Frankrijk	-1,8	-1,4	-1,6	-3,2
Ierland	2,3	4,3	1,1	-0,3
Italië	-1,7	-1,8	-2,6	-2,3
Luxemburg	3,5	6,1	6,4	2,6
Nederland	0,7	1,5	0,1	-1,1
Oostenrijk	-2,3	-1,9	0,3	-0,6
Portugal	-2,8	-3,2	-4,2	-2,7
Finland	2,0	6,9	5,1	4,7

Brutoschuld van de gezamenlijke overheid

	1999	2000	2001	2002
Eurogebied	72,7	70,2	69,2	69,1
België	114,9	109,6	108,5	105,4
Duitsland	61,2	60,2	59,5	60,8
Griekenland	105,1	106,2	107,0	104,9
Spanje	63,1	60,5	56,9	54,0
Frankrijk	58,5	57,2	56,8	59,1
Ierland	49,3	39,3	36,8	34,0
Italië	114,9	110,6	109,5	106,7
Luxemburg	6,0	5,6	5,6	5,7
Nederland	63,1	55,8	52,8	52,6
Oostenrijk	67,5	66,8	67,3	67,9
Portugal	54,3	53,3	55,6	58,0
Finland	47,0	44,5	43,8	42,7

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

Toelichting: De gegevens zijn gebaseerd op het ESR 95 en bevatten informatie die beschikbaar is tot en met 17 maart 2003. Begrotingsaldi met uitzondering van de opbrengsten uit de verkoop van UMTS-licenties.

soepeling van het begrotingsbeleid deed zich in de meeste landen voor en was doorgaans een gevolg van minderontvangsten. In sommige landen speelde de sterke groei van de uitgaven echter een fundamentele rol. Het begrotingsbeleid werd enkel verkrappt in Spanje, Nederland en Portugal.

Gezonde begrotingspositie moet absolute prioriteit blijven

Krachtens de eind 2002 en begin 2003 ingediende stabiliteitsprogramma's zal het tekort

van het eurogebied in 2003 met 0,4 procentpunt dalen tot 1,8% bbp. Enkel Oostenrijk had eind februari 2003 geen bijgewerkt stabiliteitsprogramma voorgelegd. De positieve effecten van de uitgavenbeheersing en de gestage afname van de rentelasten zullen de negatieve effecten van de bescheiden economische groei en van sommige geplande belastingverlagingen ruimschoots compenseren. In enkele landen hebben de betere begrotingsprognoses ook te maken met een voor 2003 verwacht sterk economisch herstel. De tekorten in Duitsland, Frankrijk en Portugal zullen in 2003 naar raming dalen, maar in de

buurt van 3% bbp blijven. Begrotingen in evenwicht worden voorspeld voor België en Spanje, terwijl voor Finland een aanhoudend begrotingsoverschot in het vooruitzicht wordt gesteld. De andere lidstaten verwachten voor 2003 een klein tot matig tekort. In 2004 zal het gemiddelde begrotingstekort van het eurogebied naar verwachting afnemen tot 1,1% bbp, mede onder de impuls van een gestaag economisch herstel en begrotingsconsolidatie in de landen met een groot tekort.

Volgens de berekeningen van de stabiliteitsprogramma's, zal het conjunctuurgezuiverde primaire saldo in het eurogebied in 2003 met ongeveer 0,5% bbp verbeteren, en in plusminus dezelfde mate in 2004. De gemiddelde uitgavenquote van de overheid in het eurogebied zal naar verwachting weer gaan dalen, terwijl de aangekondigde belastingverminderingen voor 2003 beperkt blijven. Een ongunstiger macro-economisch klimaat, uitgavenoverschrijdingen en verdere belastingverminderingen impliceren risico's voor deze begrotingsvooruitzichten.

Op 7 oktober 2002 bereikte de Eurogroep overeenstemming over een begrotingsstrategie voor landen met aanhoudende begrotingsonevenwichtigheden. De groep stelde dat deze landen hun onderliggende begrotingssaldo (d.w.z. het saldo ongerekend de conjunctuureffecten en, geval per geval beschouwd, de eenmalige maatregelen) gestaag moeten verbeteren met ten minste 0,5% bbp per jaar. De landen met een buitensporig tekort dienen zich evenwel grotere consolideringsinspanningen te getroosten. Op één na gingen alle ministers akkoord dat deze strategie reeds in de begrotingen voor 2003 zou worden geïmplementeerd. Bovendien bereikten ze een consensus over het feit dat het consolidatietraject gebaseerd moet zijn op realistische economische aannames en duidelijk omschreven maatregelen.

Van de landen met een blijvend gebrek aan begrotingsevenwicht wordt verwacht dat Griekenland, Frankrijk en Italië in 2003 niet zullen voldoen aan de minimale consolidatie-

vereiste. Duitsland en Portugal, daarentegen, zullen hun onderliggende tekorten vermoedelijk met meer dan 0,5% bbp reduceren – zoals is vereist in het licht van hun grote tekorten – en dat door middel van ontvangstenverhogende maatregelen en uitgavenbeheersing. In Oostenrijk stak het gebrek aan begrotingsevenwicht in 2002 opnieuw de kop op.

De landen die reeds een gezonde begrotingspositie hebben bereikt, dienen erop toe te zien dat er geen nieuwe onevenwichtigheden worden gecreëerd. Het verdient aanbeveling de automatische stabilisatoren vrij te laten werken, zowel in periodes van economische neergang als in tijden van opleving. Enkele van die landen werden in 2002 echter opnieuw geconfronteerd met niet te verwaarlozen tekorten. Dit bewijst hoe belangrijk het is budgettaire veiligheidsmarges aan te houden, vooral in het licht van de gevoeligheid van de begrotingsposities voor een plotselinge wijziging in het conjunctuurklimaat.

Het naleven van de in het stabiliteits- en groeipact vervatte begrotingsregels is bevorderlijk voor de economische stabiliteit, en vormt als dusdanig een noodzakelijke aanvulling op een op prijsstabiliteit gericht monetair beleid. Het bereiken en handhaven van een gezonde begrotingspositie biedt bovendien enige ruimte om het hoofd te bieden aan de verwachte begrotingsuitdagingen als gevolg van de vergrijzing van de bevolking.

Beperkte vooruitgang inzake structurele hervorming van overheidsfinanciën

De huidige economische omstandigheden beklemtonen eens te meer de noodzaak om de overheidsfinanciën structureel te hervormen. Hoewel de vruchten van de hervormingen slechts op de middellange termijn ten volle kunnen worden geplukt, zouden hervormingen van de overheidsfinanciën op dit ogenblik het vertrouwen verstevigen, zodat ook de economische groei op de kortere termijn wordt bevorderd. Dat zal vooral het geval zijn indien ze worden ingebed in een

allesomvattende hervormingsstrategie, die een beperking van de uitgaven combineert met belastingverlagingen en begrotingsconsolidatie. Begrotingsdiscipline schraagt niet alleen het vertrouwen doordat zij de houdbaarheid van de overheidsfinanciën garandeert, maar maakt ook mogelijk dat de automatische stabilisatoren vrij werken (zie Kader 6).

Structurele hervormingen zijn vooral aan de uitgavenzijde noodzakelijk. Onder de te onderzoeken elementen vermelden we de verstrekking van de nodige openbare goederen en diensten om de potentiële output te verhogen, en maatregelen om de drempels voor het aanvaarden van een baan als gevolg van inkomensondersteunende stelsels, te verlagen. Belastinghervormingen spelen eveneens een sleutelrol bij het verbeteren van de werking van de arbeidsmarkt. Gelet op de budgettaire gevolgen van de vergrijzing, zijn goed uitgewerkte uitgaven- en belastinghervormingen van cruciaal belang om de efficiëntie te verhogen en de economische groei te bevorderen, de budgettaire onevenwichtigheden

terug te dringen, de houdbaarheid van de overheidsfinanciën op de langere termijn te verzekeren en de impliciete belastingdruk op de toekomstige generaties te verlichten.

Momenteel vindt geen belangrijke uitgavenvermindering of -herschikking plaats in een groeistimulerende richting, en de belastinghervormingen bleven in 2002 beperkt vergeken met de jaren voordien; voor de komende jaren, waar de stabiliteitsprogramma's betrekking op hebben, zijn geleidelijke belastingverlagingen gepland. Wat de vergrijzing van de bevolking betreft, is weinig vooruitgang geboekt inzake de tenuitvoerlegging van maatregelen die bijdragen tot de houdbaarheid van de overheidsfinanciën op de langere termijn. De pensioenhervormingen zijn in het beste geval onvolledig geweest. De invoering en uitbreiding van de kapitalisatiestelsels, naast en ter aanvulling van de hervorming van de pensioenstelsels op repartitiebasis, verlopen zeer langzaam. Over het algemeen is weinig vooruitgang geboekt op het gebied van de groeistimulerende rol van de overheidsfinanciën.

Kader 6

Overheidsfinanciën en economische stabilisatie

De overheidsfinanciën kunnen de economische stabiliteit op verschillende manieren ondersteunen. Eerst en vooral zijn houdbare overheidsfinanciën onontbeerlijk om de stabiliteit op de lange termijn te garanderen, vermits onhoudbare schuld- en tekortniveaus de groei ondermijnen en de landen uiteindelijk tot ontwrichtende, grootschalige aanpassingen nopen. Vervolgens kan het begrotingsbeleid bijdragen tot de stabiliteit op de korte termijn door de conjunctuurschommelingen op te vangen. Zonder enig overheidsoptreden reageert de begroting automatisch op de economische schommelingen en heeft zij een stabiliserende invloed. Het naleven van de begrotingsvoorschriften van de EU verzoent de stabiliserende rol met de houdbaarheid op de lange termijn van de overheidsfinanciën.

Automatische begrotingsstabilisatie door middel van overheidsuitgaven en -ontvangsten

De automatische begrotingsstabilisatoren vloeien voort uit bepaalde kenmerken van de belastingen en sociale uitkeringen, alsook uit de geringe gevoeligheid van de belangrijkste componenten van de overheidsuitgaven voor economische schommelingen. De belastingontvangsten lopen min of meer parallel met de economische activiteit, en zijn omvangrijk in tijden van opleving, en gematigd in tijden van neergang. Met uitzondering van de werkloosheidsuitgaven, worden de meeste overheidsuitgaven vastgelegd in jaarlijks opgestelde begrotingen; zij zijn doorgaans ongevoelig voor conjunctuurschommelingen. De totale vraag, en bijgevolg ook de economische activiteit, wordt in een periode van neergang ondersteund, vermits een zwakkere economische groei leidt tot lagere belastingen voor de gezinnen en de ondernemingen. De vruchten van de werking van de automatische stabilisatoren kunnen slechts ten volle worden geplukt als de overheidsfinanciën houdbaar zijn, zo niet gaan de

economische subjecten hun houding veranderen in het vooruitzicht van de verwachte toekomstige begrotingsmaatregelen.

Actief begrotingsbeleid normaal niet geschikt voor het beïnvloeden van de vraag op de korte termijn

In het verleden waren de pogingen om de totale vraag te beïnvloeden door het voeren van een actief begrotingsbeleid talrijk maar vaak contraproductief. Het duurt lang vooraleer maatregelen ten uitvoer worden gelegd, en bovendien zijn ze moeilijk terug te draaien, zodat ze vaak leiden tot een procyclisch begrotingsbeleid. De automatische stabilisatoren, daarentegen, resulteren in tijdige, symmetrische en voorspelbare aanpassingen, vermits ze ingebed zijn in de structuur van de economie. Een actief beleid verdient vooral aanbeveling in het kader van een begrotingsconsolidatie en een structuurwijziging van de overheidsfinanciën.

Het begrotingskader van de EU: houdbaarheid en stabilisatie

Het bereiken en handhaven van gezonde overheidsfinanciën en de stabiliserende rol van het begrotingsbeleid zijn de voornaamste doelstellingen van het begrotingskader van de EU. De bepalingen van het Verdrag verplichten de lidstaten om buitensporige overheidstekorten te vermijden (artikel 104) – boven een referentiewaarde van 3% bbp voor het tekort, en 60% voor de schuldquote – tenzij specifieke omstandigheden van toepassing zouden zijn. Het stabiliteits- en groeipact garandeert de stabiliserende rol van de overheidsfinanciën in dit kader van begrotingsdiscipline. Met dat pact hebben de landen zich ertoe verbonden om op de middellange termijn een begrotingspositie nabij evenwicht of in overschot te handhaven, zodat de begrotingssaldi kunnen fluctueren in het tempo van de economische cyclus zonder gevaar voor een buitensporig tekort. Teneinde een ongeschikt procyclisch beleid te vermijden, kunnen de referentiewaarden, in geval van ernstige recessie of uitzonderlijke omstandigheden waar de overheid geen vat op heeft, worden overschreden zonder aanleiding te geven tot een buitensporige-tekortenprocedure.

6 Wereldwijde macro-economische situatie, wisselkoersen en betalingsbalans

Beperkt herstel van mondiale economie

Na de vertraging in 2001 begon de mondiale economie begin 2002 in een matig tempo te herstellen. Op jaarbasis is de reële mondiale bbp-groei naar schatting aangetrokken van 2,3% in 2001 tot 3,1% in 2002.

De wereldwijde economische prestaties vertoonden grote onderlinge verschillen. De belangrijkste stuwende krachten achter de opleving waren de veerkrachtige vraag van de huishoudens in de Verenigde Staten, een herstel in Azië met uitzondering van Japan – voornamelijk gedragen door de uitvoer – en de relatief gestage groei in de kandidaatlidstaten van de EU. In de loop van 2002 minderde het wereldwijde herstel echter vaart

ten opzichte van de oorspronkelijke prognoses, en werd de duurzaamheid ervan onzekerder. De wereldwijde economische vooruitzichten werden vooral beïnvloed door de volatiliteit op de financiële markten, als gevolg van verdere neerwaartse correcties op beurswaarderingen en van de toegenomen geopolitieke spanningen.

Het herstel in de Verenigde Staten was beperkter dan verwacht, en de onevenwichtigheden hielden aan, onder meer in de sector van de huishoudens en op de lopende rekening. De aanzet tot een bescheiden expansie in Japan in de tweede helft van het jaar leek te haperen tegen de achtergrond van de verzwakkende groei van de buitenlandse vraag. In de tweede helft van 2002 echter ondersteunde de veerkrachtige binnenlandse vraag

in Azië, met uitzondering van Japan, de mondiale groei, waardoor de impact van de iets minder dynamische Amerikaanse economie en de futloze activiteit in Japan deels werd gecompenseerd.

In de Verenigde Staten bedroeg de bbp-groei in 2002 2,4%, tegen slechts 0,3% in 2001, toen de economie er tijdens de eerste drie kwartalen op achteruitging. In de pas met het herstel, steeg de productiviteit in de niet-agrarische bedrijfssector in 2002 in een snel tempo. De veerkracht van de gezinsbestedingen, geschraagd door de krachtige groei van de particuliere consumptie en de investeringen in woningen, droeg in 2002 in hoge mate bij tot de bbp-groei. Op jaarbasis groeide de particuliere consumptie met een forse 3,1% over het hele jaar, hoewel zij in het vierde kwartaal vertraagde. De consumptie van duurzame goederen – en in het bijzonder van motorvoertuigen en onderdelen – leverde in de zomer een uitzonderlijk grote bijdrage tot de bbp-groei, onder de impuls van stimulerende financieringsvoorwaarden voor particulieren. Een belangrijke factor die de gezinsbestedingen aanzwengelde, was het effect van de belastingverlagingen, dat de groei van het beschikbare inkomen in 2002 omhoog duwde tot 5,9%. Een andere stimulerende factor was de levendige woningmarkt – waar de investeringen in woningen profiteerden van de historisch lage hypotheekrente. Die neutraliseerde tot op zekere hoogte de negatieve vermogens-effecten die voortvloeiden uit de cumulatieve daling van de aandelenkoersen. Ondanks de krachtige groei van de consumptie liet de spaarquote in 2002 een toename optekenen tot 3,9% van het beschikbare inkomen, tegen 2,3% in 2001. Dit weerspiegelt mogelijk de toegenomen onzekerheid als gevolg van de turbulenties op de financiële markten en de geleidelijke verslechtering van de werkgelegenheidsvooruitzichten.

De bedrijfsinvesteringen, van hun kant, liepen in 2002 opnieuw terug, in het verlengde van de relatief lage winstgevendheid van de ondernemingen en enige bezorgdheid omtrent frauduleuze bedrijfspraktijken. De overheidsconsumptie en -investeringen bleven heel het jaar

lang krachtig groeien, terwijl de voorraadbijdrage tot de groei over heel 2002 licht positief was. Wat de handel betreft, groeide het invoervolume gedurende het grootste gedeelte van 2002 veel sterker dan het uitvoervolume. Bijgevolg liep het tekort op de lopende rekening voor het jaar op tot om en bij 5% bbp. Tegen deze achtergrond bleven enkele van de binnenlandse onevenwichtigheden die eind de jaren negentig in de Verenigde Staten de kop opstaken, bestaan, terwijl de evenwichtsverstoring ten opzichte van de rest van de wereld bleef toenemen (zie Kader 7).

In de Verenigde Staten bleef de consumptieprijsinflatie in 2002 relatief rustig, terwijl de producentenprijsinflatie gedurende het grootste deel van het jaar negatief was. Ondanks de gestage stijging van de olieprijs, bleef de binnenlandse inflatiedruk in de loop van 2002 over het algemeen gematigd als gevolg van de lage bezettingsgraad en de sterke productiviteitsgroei. De inflatie – afgemeten aan de hand van de consumenten- en producentenprijsindices – daalde van respectievelijk 2,8% en 2,0% in 2001 tot 1,6% en –1,3% in 2002. Ongerekend voedingsmiddelen en energie, zakte de consumptieprijsinflatie van 2,7% in 2001 tot 2,3% in 2002, terwijl de producentenprijsinflatie m.u.v. voedingsmiddelen en energie zakte van 1,4% in 2001 tot 0,1% in 2002. De rente bleef in 2002 op een historisch laag peil. Het Federal Open Market Committee (FOMC) van de Fed verlaagde de doelstelling voor de fed-funds rente in november 2002 met 50 basispunten tot 1,25%, na een gecumuleerde verlaging met 425 basispunten in 2001. Na die interventie wijzigde het FOMC zijn evaluatie van “verzwakkend” naar “evenwichtig”. Het begrotingsbeleid was in 2002 uitgesproken expansief, vermits het federale begrotingssaldo van een overschot van 1,3% bbp in het begrotingsjaar 2001 evolueerde naar een tekort van 1,5% bbp in het begrotingsjaar 2002. Dit was grotendeels het gevolg van discretionaire begrotingsmaatregelen – in het bijzonder de invoering van belastingverlagingen medio 2001 en de goedkeuring van stimuleringspakketten in maart 2002 – en, in mindere mate, van de

Kader 7

Verloop van de onevenwichtigheden in de VS

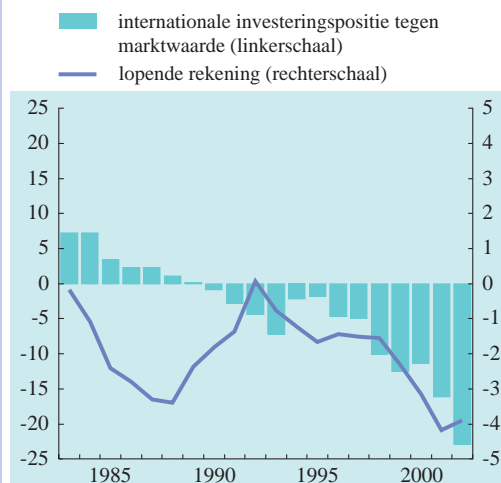
De opeenstapeling van onevenwichtigheden in de sector van de huishoudens en op de lopende rekening was een belangrijk randfenomeen tijdens de aanhoudende groeiperiode die de Verenigde Staten in de tweede helft van de jaren negentig doormaakten. De stevige binnenlandse vraag, die tijdens de afgelopen cyclus de voornaamste stuwende kracht was geweest in de Verenigde Staten, ontwikkelde zich ten koste van een steeds grotere schuldstapeling, zowel op het niveau van de huishoudens als nationaal. Deze onevenwichtigheden werden tijdens de recessie van 2001 niet gecorrigeerd, en zouden bijgevolg een belemmering kunnen vormen voor de opleving.

In de afgelopen tien jaar ging de forse expansie van de Amerikaanse economie gepaard met een toenemend tekort op de lopende rekening (van 0,8% bbp in 1992 tot 3,9% in 2001 en circa 5% in 2002). Anders dan in het verleden is de lopende rekening van de VS niet aanmerkelijk verbeterd in het kielzog van de economische neergang van 2001. In 2002 is het tekort immers verder vergroot, na een korte periode van lichte verbetering in de loop van 2001. De financieringsstructuur van het tekort op de lopende rekening van de VS is de afgelopen jaren aanzienlijk veranderd. Terwijl het zwaartepunt van de instroom in 1999 en 2000 bij de aanschaf van particuliere activa lag, met name aandelen, ging de voorkeur van de beleggers vanaf 2001 in toenemende mate uit naar overheidsobligaties. Dit heeft een weerslag op de houdbaarheid van het tekort op de lopende rekening, vermits de uitgifte van obligaties – in tegenstelling tot aandelen – terugbetalingsverplichtingen impliceert. Het nettopassief in de internationale investeringspositie bedroeg in 2001 circa 25% bbp (zie Grafiek A).

Het aanhoudende tekort op de lopende rekening heeft de Verenigde Staten tevens heel wat afhankelijker gemaakt van een aanzienlijke, aanhoudende kapitaalinstroom. Het is opmerkelijk dat de Verenigde Staten de afgelopen twee jaar bijna volledig afhankelijk zijn geworden van de instroom naar de obligatiemarkt, vermits de netto-instroom van buitenlandse directe investeringen en beleggingen in aandelen fors is teruggelopen. De financieringsstructuur kan ook een weerslag hebben op het tempo van een mogelijke correctie van het lopende tekort. Terwijl de financiering door obligaties een vooraf bepaalde stroom van terugbetalingen genereert, zijn aan buitenlandse directe investeringen gekoppelde inkomensoverdrachten immers in hoge mate afhankelijk van de economische ontwikkelingen.

Grafiek A: Lopende rekening en netto internationale investeringspositie van de VS

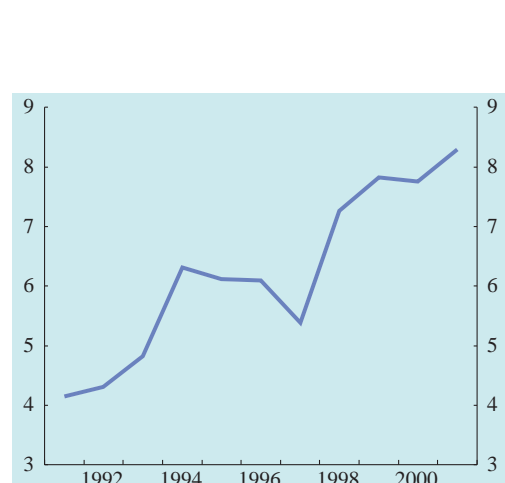
(procenten bbp)



Bron: Bureau of Economic Analysis.

Grafiek B: Kredietopneming door de huishoudens

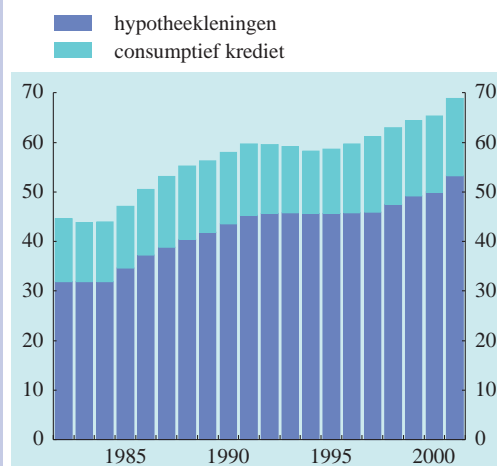
(procenten van de consumptie)



Bron: Federale Regering VS.

De stijging van de Amerikaanse buitenlandse schuld werd nog versterkt door de toegenomen binnenlandse schuldenlast, die vooral verband hield met de schulden van de huishoudens. Van 1997 tot 2001 is de jaarlijkse kredietopneming door de huishoudens in de Verenigde Staten sterker gestegen dan het nominale bbp. Zij is verdubbeld van circa USD 300 miljard (3,6% bbp) tot USD 600 miljard (5,7% bbp), een nieuw record, zelfs in reële termen. Terwijl de kredietopneming door huishoudens een belangrijke rol heeft gespeeld in de veerkracht van de consumptie – vooral in de loop van 2001 – heeft zij echter als nadeel dat de schuldenlast van de huishoudens in de VS fors is gestegen tot circa 70% bbp in 2001 (zie Grafieken B en C). Het schuldpeil van een “gemiddeld” Amerikaans huishouden ligt op dit ogenblik in de buurt van zijn jaarlijkse beschikbare inkomen, en het bestaat voor ongeveer 75% uit hypothecaire schuld en voor 25% uit consumptief krediet.

Grafiek C: Schulden van de huishoudens
(procenten bbp)



Bron: Federale Regering VS.

Bijgevolg is de schuldenlast van de huishoudens – gedefinieerd als de verhouding van hun schuldbetalingsverplichtingen (rentebetalingen en schuldaflossing) tot hun beschikbare persoonlijke inkomen – de afgelopen jaren fors gestegen. Hij bedroeg om en bij 14% in het derde kwartaal van 2002, ondanks de forse rentedaling. Dit betekende een terugkeer naar de vorige cyclische piek van medio jaren tachtig. De hogere kredietopneming – in combinatie met de daling van de koersen van de financiële activa – droeg ook bij tot een inkrimping van het nettovermogen van de huishoudens (inclusief de financiële en de onroerende activa) in termen van beschikbaar inkomen, dat slook van een piek van meer dan 600% eind 1999 tot 365% in het derde kwartaal van 2002.

Samengevat, zijn de binnen- en buitenlandse onevenwichtigheden tijdens de recente vertraging van de Amerikaanse economie niet beduidend afgenomen. Vooral het in procenten bbp uitgedrukte tekort op de lopende rekening verslechterde in 2002 met bijna één procentpunt ten opzichte van 2001. Bovendien heeft de forse stijging van de kredietopneming door de huishoudens en de afname van het nettovermogen van de huishoudens in de Verenigde Staten de afgelopen twee jaar aanleiding gegeven tot bezorgdheid omtrent de sterkte en de soliditeit van het herstel. De omvang van de binnenlandse en externe schuldenlast heeft de kwetsbaarheid van de Amerikaanse economie voor schokken aanzienlijk verhoogd, bijvoorbeeld voor een daling van het beleggersvertrouwen of voor een plotselinge verslechtering van de groeivoorzichten. De bezorgdheid omtrent de houdbaarheid van deze onevenwichtigheden is nog gegroeid doordat sedert 2001 opnieuw een begrotingstekort wordt opgetekend.

automatische reactie van de begroting op de conjunctuurcyclus.

In Japan veerde de activiteit in de eerste helft van 2002 enigszins op dankzij de buitenlandse vraag. Een robuuste exportgroei, onder meer naar de opkomende Aziatische economieën, vertaalde zich in een aanmerkelijke opleving van de industriële productie. In de tweede helft van het jaar vertraagde het tempo van de

economische expansie echter naarmate de groei van de buitenlandse vraag afnam en de geopolitieke onzekerheid toenam. Het gevolg was dat de exportgroei verzwakte, en dat de bijdrage van de buitenlandse handel tot de bbp-groei in het derde kwartaal negatief werd; in het vierde kwartaal werd echter opnieuw een lichte verbetering genoteerd. De particuliere investeringen bleven het hele jaar door vrij zwak, deels als gevolg van de aan-

houdende balansproblemen en de overcapaciteit in de bedrijfssector, en van de bezorgdheid omtrent de economische vooruitzichten. Al bij al groeide de economie in 2002 met 0,3%.

De deflatoire druk hield over heel 2002 aan, en de CPI zakte met gemiddeld 0,9%. Tegen deze achtergrond verhoogde de Bank of Japan haar doelzone voor het uitstaande saldo van de bij de Bank of Japan aangehouden lopende rekeningen met JPY 5.000 miljard tot JPY 15.000-20.000 miljard. Bovendien trok zij het bedrag van haar maandelijkse rechtstreekse aankopen van langlopende overheidsobligaties op tot JPY 1.200 miljard. Daarnaast heeft de Bank of Japan op 11 oktober, teneinde bij te dragen tot de oplossing van het probleem van de dubieuze leningen en om de financiële stabiliteit te vrijwaren, een concreet plan gepubliceerd om tegen marktkoersen aandelen ter waarde van JPY 2.000 miljard aan te kopen van commerciële banken waarvan de investeringen in aandelen hun "Tier 1" kapitaal overtroffen. Eind oktober werd een nieuw overheidsplan aangekondigd om het probleem van de dubieuze leningen (NPL-non-performing loans) aan te pakken. Het plan beoogt tegen het einde van het begrotingsjaar 2004 een halvering van de NPL-ratio van de voornaamste banken. Het voorziet tevens in een verstrakking van de beoordeling van de bankactiva en in een onderzoek naar de noodzaak van een nieuw kader voor het injecteren van overheids gelden in financiële instellingen. Bovendien voorziet het in de oprichting van een nieuwe instelling, die een aanmoedigende en stimulerende rol moet spelen ten opzichte van kredietwaardige ontleners. Wat het begrotingsbeleid betreft, heeft het Japanse parlement begin 2003 een aanvullende begroting goedgekeurd voor het begrotingsjaar 2002. Deze aanvullende begroting, die voorziet in JPY 2.500 miljard aan extra uitgaven, is bedoeld om het sociale vangnet voor werklozen en de steun aan kleine en middelgrote ondernemingen te verstevigen.

In Azië met uitzondering van Japan overtrof het economische herstel in 2002 de initiële verwachtingen. Dit was het gevolg van twee

fundamentele factoren. Ten eerste bleek de buitenlandse vraag, inclusief de vraag naar producten uit de informatie- en communicatietechnologie, veerkrachtiger dan verwacht. Bovendien was de productiegroei in China sterker dan verwacht, wat in toenemende mate de regionale uitvoer aanwakkerde. Ten tweede herstelde de binnenlandse vraag zich in de verscheidene landen van de regio in verschillende mate. Over het algemeen werd de binnenlandse vraag gestimuleerd door de gunstiger arbeidsmarktvoorwaarden en het toegenomen beschikbare inkomen als gevolg van de positieve overloopeffecten van de externe sector in combinatie met de ingehouden vraag van de huishoudens en ondersteunende beleidsmaatregelen.

Binnen de regio lieten China en Zuid-Korea in 2002 de hoogste jaarlijkse bbp-groeicijfers optekenen, met respectievelijk 8% en circa 6%, wat wijst op een stevig gefundeerde groei. Hongkong en Singapore, daarentegen, bleven – hoewel hersteld van de negatieve groeicijfers in 2001 – zwak presteren. Zij noteerden respectievelijk 2,3% en 2,2% groei in 2002, getemperd door de zwakke particuliere consumptie. De deflatoire druk hield aan in China en Hongkong. Dat weerspiegelde onder meer structurele factoren in China en de druk van de factor-egalitatie in Hongkong als gevolg van de integratie met China. De deflatie in Singapore en Taiwan was een gevolg van de overcapaciteit, hoewel zij naar het einde van 2002 toe blijkbaar begon af te nemen.

In de kandidaat-lidstaten van de EU bleef de groei afname in de loop van 2002 beperkt. Hoewel het effect van de wereldwijde vertraging op de buitenlandse vraag aanzienlijk was, hielden de binnenlandse vraag en vooral de particuliere consumptie in de meeste landen stand. Verschillende onder hen zagen hun begrotingspositie echter over het algemeen verslechteren. Die verslechtering was slechts ten dele toe te schrijven aan de minder gunstige conjunctuur. De combinatie van negatieve output gaps, een voorzichtig monetair beleid en de waardevermeerdering van de munten van de meeste lidstaten ten opzichte van de euro, leverde ook een bijdrage tot

de afname van de inflatoire druk (zie Hoofdstuk VI).

In Turkije trok de productiegroei in 2002 opnieuw aan, na de diepe recessie en de financiële crisis van het jaar voordien. Het herstel werd aanvankelijk getrokken door de externe sector, die profiteerde van de ruime winst aan concurrentievermogen die voortvloeide uit de sterke waardevermindering van de lira, en vervolgens door de groei van de particuliere consumptie die vanaf het tweede kwartaal van 2002 matig positief werd. De verzwakking van de lira droeg echter in belangrijke mate bij tot de toename van de buitenlandse-schuldquote en tot de tijdelijke opstoot van de inflatoire druk, die in de loop van het jaar afnam. Op jaarbasis zakte de consumptieprijnsinflatie van 73% in januari 2002 tot 30% in december; dat was minder dan de inflatiedoelstelling van de centrale bank voor het einde van het jaar, nl. 35%.

De Russische economie bleef voor het derde jaar op rij relatief gestaag groeien, waarbij de reële bbp-groei slechts licht verslaptte van 5% in 2001 tot 4,3% in 2002. De consumptie bleef krachtig groeien, en de investeringsvraag – aangezwengeld door de hoge olieprijzen – vertraagde maar bleef positief. De inflatoire druk nam enigszins af van 18,6% in 2001 tot circa 15% het afgelopen jaar. Het overschot op de lopende rekening bleef in de loop van 2002 dalen omdat het forse herstel van de invoergroei de uitvoergroei ruimschoots overtrof.

In Latijns-Amerika stak de positieve productiegroei in de twee grootste landen (Brazilië en Mexico) af tegen de verdieping van de economische crisis in Argentinië. Over het geheel genomen, bleek deze crisis heel wat ernstiger dan oorspronkelijk verwacht, zodat de reële productiegroei in de regio negatief werd. Het reële bbp van Argentinië slonk met meer dan 10%, tegen de achtergrond van aanzienlijke beperkingen op de financiële stromen die de binnenlandse vraag fors drukten. Deze financieringsbeperkingen hadden intern te maken met een bevriezing van de bankdeposito's, en extern uit de eind december 2001 aangekon-

digde constante niet-naleving van de verplichtingen die voortvloeien uit de overheidsobligaties in handen van particuliere investeerders. In Brazilië had de economie te kampen met ernstige financiële onrust, als reactie op de toenemende overheidsschuld en op de bezorgdheid van de markten omtrent de politieke situatie van het land. De economie hield echter behoorlijk stand tegen de financiële beroering. De Mexicaanse economie herstelde enigszins van de sterke achteruitgang in 2001, mede dankzij de over het algemeen positieve ontwikkelingen in de Verenigde Staten, de aanhoudend hoge olieprijzen en de verzwakking van de peso. Het economische herstel leidde tot de stabilisatie van de arbeidsmarktvoorwaarden, waardoor de werkloosheidsgraad zich aan het einde van het jaar onder 3% bevond.

De prijzen van ruwe Brent-olie zijn licht gestegen van gemiddeld USD 24,4 per vat in 2001 tot USD 25,0 in 2002. Van december 2002 tot en met februari 2003 steeg de prijs aanzienlijk tot USD 33,7 op 28 februari 2003. De recente prijsstijging was het gevolg van diverse factoren, inclusief de levendiger mondiale vraag, de krappe voorraden ruwe aardolie en geraffineerde producten, en de toegenomen geopolitieke spanningen. Ook de prijzen van de andere grondstoffen stegen, voornamelijk ten gevolge van een beperktere voedingsmiddelenproductie als reactie op de lagere prijzen van het jaar voordien.

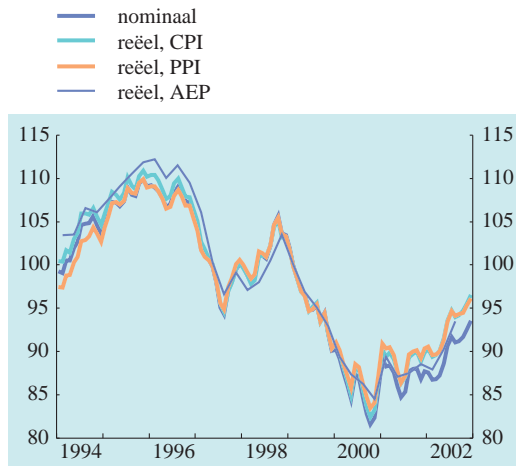
Waardevermeerdering van euro ten opzichte van belangrijkste valuta's in 2002

Na een periode van relatieve stabiliteit in het eerste kwartaal van 2002, liet de euro een forse nominale effectieve appreciatie optekenen, en bereikte hij een aanzienlijk hoger niveau dan gemiddeld in 2001 (zie Grafiek 23). Deze ontwikkelingen vonden plaats tegen de achtergrond van toegenomen onzekerheid omtrent de groeivoorzichten in de grote economische zones van de wereld en van scherpe dalingen op de internationale aandelenmarkten. Eind 2002 lag de nominale effectieve wisselkoers van de euro globaal geno-

Grafiek 23

Nominale en reële effectieve wisselkoersen van de euro ¹⁾

(maandgegevens/kwartaalgegevens; index 1999 kw1 = 100)



Bron: ECB.

1) Een stijging van de index duidt op een appreciatie van de euro. De meest recente maandgegevens hebben betrekking op februari 2003. Wat betreft de op de AEP-gebaseerde reële EWK, heeft de meest recente informatie betrekking op het derde kwartaal van 2002; ze is deels gebaseerd op ramingen.

men bijna 6½% hoger dan bij het begin van het jaar, en nagenoeg 9% boven zijn gemiddelde peil van 2001. Op 28 februari 2003, de afsluitingsdatum voor dit Jaarverslag, was de nominale effectieve wisselkoers van de euro 8,3% in waarde gestegen ten opzichte van zijn gemiddelde over 2002. De reële effectieve wisselkoersen van de euro – die rekening houden met de verschillen in prijzen en loonkosten tussen het eurogebied en zijn handelspartners – zijn vrij dicht in de buurt van de nominale index gebleven (zie Grafiek 23). De kleine verschillen weerspiegelen vooral de uiteenlopende ontwikkelingen in prijzen en arbeidskosten tussen het eurogebied en enkele van zijn belangrijkste handelspartners, vooral Japan.

Na eind 2001 en begin 2002 grotendeels stabiel te zijn gebleven ten opzichte van de euro, verloor de Amerikaanse dollar van april tot eind juli 2002 vrij veel terrein ten opzichte van de eenheidsmunt. De somberder wordende groeivoorzichten voor de Amerikaanse economie waren mogelijkterwijs een bepalende factor voor de vrij algemene daling van de dollarkoers. De druk op de dollar

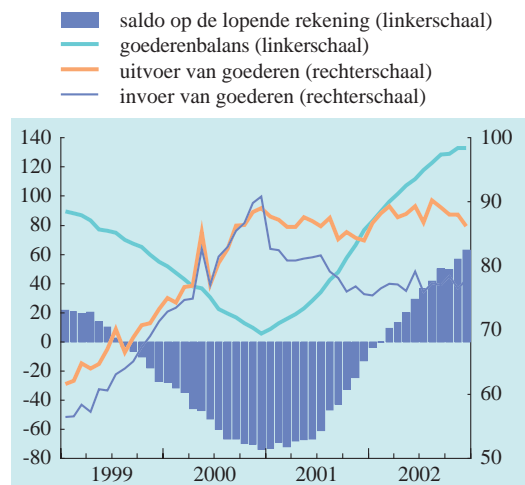
werd opgevoerd door de bezorgdheid van de markten omtrent de naleving van de boekhoudkundige normen door de Amerikaanse ondernemingen. Na de daaropvolgende periode van relatieve stabiliteit op een vrij hoog niveau, gleeed de dollar tegen het einde van het jaar verder af ten opzichte van de euro. Deze ontwikkeling had te maken met een combinatie van factoren: de vergroting van de negatieve rente-ecarts ten opzichte van het eurogebied, de bezorgdheid van de markten omtrent de tekorten op de lopende rekening van de VS, het opduiken van een begrotingstekort in de VS, en onzekerheid omtrent de groeivoorzichten voor de Amerikaanse economie. De marktanalisten zagen ook in de toenemende geopolitieke spanningen een factor die op de Amerikaanse munt woog. Eind 2002 noteerde de euro USD 1,05, 16% hoger dan aan het begin van het jaar, en iets meer dan 17% boven het gemiddelde van 2001. Op 28 februari 2003 werd de euro verhandeld tegen USD 1,08, of 14% boven zijn gemiddelde van 2002.

Na tijdens de laatste maanden van 2001 tegenover de euro te zijn gedeficiëerd, bleef de Japanse yen tijdens het grootste deel van

Grafiek 24

Lopende rekening en goederenverkeer van het eurogebied

(EUR miljard; seizoengezuiverd)



Bron: ECB.

Toelichting: De gegevens hebben betrekking op de Euro-12. De saldi zijn gecumuleerde twaalfmaands gegevens. De uitvoer- en invoergegevens van goederen zijn berekend op maandbasis.

2002 relatief stabiel. In het laatste kwartaal van dat jaar deprecieerde hij, deels als gevolg van de onzekerheid omtrent de groeivoorzichten op sommige van de belangrijkste Japanse exportmarkten en vanwege de in de markt levende bezorgdheid omtrent de oplossing van de problemen in de Japanse financiële sector. Dit droeg op zijn beurt bij tot een neerwaartse herziening van de beoordeling, door de Japanse autoriteiten, van de binnenlandse economische vooruitzichten. Op 31 december stond de euro op JPY 124,39, of 4,1% hoger dan bij het begin van het jaar, en 14½% boven zijn gemiddelde peil van 2001. Op 28 februari 2003 noteerde de euro JPY 127,32, of 7,8% boven het gemiddelde over 2002.

Eind 2001 apprecieerde de Zwitserse frank ten opzichte van alle belangrijke munten, inclusief de euro, in de nasleep van de terroristische aanslagen van 11 september 2001 in de Verenigde Staten. In de loop van de eerste drie kwartalen van 2002 bleef de Zwitserse munt grotendeels stabiel ten opzichte van de euro, terwijl hij tegenover de Amerikaanse dollar fors in waarde steeg. Naar het einde van het jaar toe bleef de Zwitserse frank verder verstevigen tegenover alle belangrijke valuta's, in het licht van een opflakking van de wereldwijde risico-aversie. Eind 2002 noteerde de euro CHF 1,45, of 2,1% minder dan aan het begin van het jaar, en 3,9% onder het gemiddelde van 2001. Op 28 februari 2003 stond de euro op CHF 1,46, wat ongeveer overeenstemt met het gemiddelde over 2002.

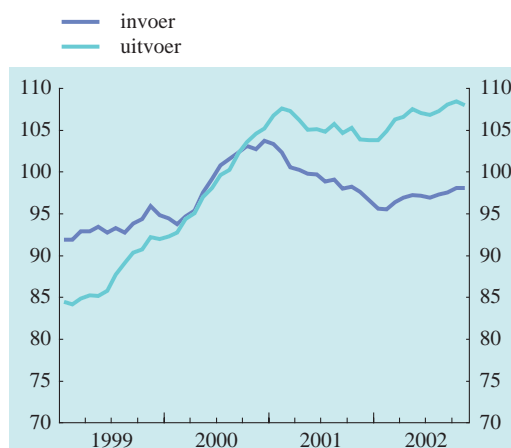
Tekort op lopende rekening slaat in 2002 om in overschot

De lopende rekening van het eurogebied vertoonde in 2002 een overschot van €62,1 miljard, vergeleken met een tekort van €13,8 miljard in 2001 (alle gegevens hebben betrekking op de Euro-12). Deze ontwikkeling was hoofdzakelijk toe te schrijven aan een beduidende stijging van het goederenoverschot van €75,8 tot €132,7 miljard (zie Grafiek 24). De tekorten op de inkomens- en

Grafiek 25

Buitenhandelvolumes van het eurogebied ¹⁾

(index: 2000 = 100, seizoengezuiverd, driemaands voortschrijdend gemiddelde)



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

1) De meest recente waarnemingen betreffen november 2002 en zijn gedeeltelijk gebaseerd op ramingen.

lopende overdrachten bleven grotendeels onveranderd. De stijging van het goederenoverschot was in de eerste plaats het gevolg van een aanmerkelijke daling van de invoerwaarde in combinatie met een kleine stijging van de uitvoer.

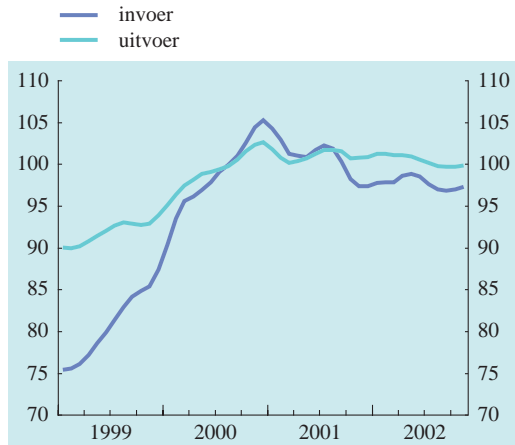
De afname van de waarde van de ingevoerde goederen in 2002 ten opzichte van het jaar voordien hield verband met ontwikkelingen inzake zowel invoervolumes als prijzen (zie de Grafieken 25 en 26). In eerste instantie waren de invoerprijzen in 2002 lager, vooral als gevolg van een forse appreciatie van de euro in de loop van het jaar. Ten tweede bleven de invoervolumes over heel 2002 grotendeels vlak en onder hun niveau van 2001 als reactie op de gematigde vraag in het eurogebied. De geringere uitgaven in enkele invoergevoelige productcategorieën – voornamelijk investeringsgoederen – lijken de belangrijkste verklaring te vormen voor deze ontwikkeling.

De geringe stijging van de waarde van de uitgevoerde goederen tussen 2001 en 2002 hield verband met een stijging van de uitvoervolumes, in overeenstemming met het herstel van

Grafiek 26

Indices van de waarde per eenheid voor de buitenlandhandel van het eurogebied¹⁾

(index: 2000 = 100, seizoengezuiverd, driemaands voortschrijdend gemiddelde)



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

1) De meest recente waarnemingen betreffen november 2002 en zijn gedeeltelijk gebaseerd op ramingen.

de buitenlandse vraag in 2002. De volumestijging kwam echter niet volledig tot uiting in waardetermen, vermits de uitvoerprijzen naar landen buiten het eurogebied zakten (zoals gemeten aan de index van de eenheidswaarde). Het valt niet uit te sluiten dat de exporteurs van het eurogebied hun winstmarges hebben teruggeschroefd om de daling van het concurrentievermogen als gevolg van de appreciatie van de euro te compenseren.

Nettokapitaalvoer uit hoofde van het totaal van de netto directe investeringen en het effectenverkeer in 2002

De som van de netto directe investeringen en het effectenverkeer evolueerde van een netto-uitvoer van €63,4 miljard in 2001 naar een netto-invoer van €29,4 miljard in 2002 (zie Grafiek 27). Deze verschuiving was deels toe te schrijven aan een scherpe daling van de netto-uitvoer uit hoofde van directe investeringen tussen 2001 (€101,5 miljard) en 2002 (€21,0 miljard), grotendeels als gevolg van een scherpe daling van de fusie- en overnameactiviteit (zie Kader 8 voor een gedetailleerd overzicht van de ontwikkelingen inzake

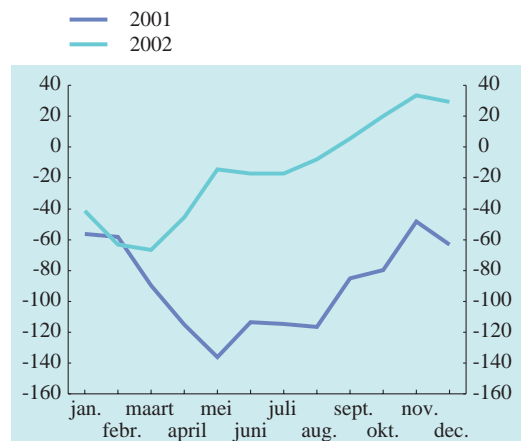
de fusie- en overnameactiviteit tijdens de afgelopen jaren). Bovendien is de netto-invoer inzake het effectenverkeer in het eurogebied in 2002 opgelopen tot €50,4 miljard, tegen de achtergrond van scherpe wereldwijde beurskoersdalingen en de daarmee gepaard gaande forse verminderingen van zowel de investeringen van het eurogebied in buitenlandse aandelenfondsen als de buitenlandse investeringen in fondsen van het eurogebied. De ingezetenen van het eurogebied schroefden tevens hun investeringen in buitenlandse schuldbewijzen terug, terwijl de toestroom naar schuldbewijzen van het eurogebied afkomstig van aankopen door niet-ingezetenen fors toenam.

Een van de meest opvallende kenmerken van de financiële rekeningen in 2002 was dat de totale wijzigingen in het effectenverkeer niet langer vooral verband hielden met de ontwikkelingen inzake aandelenstromen – zoals het geval was tijdens het grootste deel van 2001 en begin 2002 – maar dat ze in toenemende mate werden bepaald door de transacties in schuldbewijzen. Wat deze laatste betreft, noteerde het eurogebied in 2002 een nettokapitaalvoer in obligaties en notes (€21,0 miljard) en een geringe netto-uitvoer van geldmarktinstrumenten (€9,7 miljard).

Grafiek 27

Netto directe investeringen en effectenstromen van het eurogebied

(EUR miljard, gecumuleerde gegevens)



Bron: ECB.

Toelichting: Een positieve (negatieve) waarde geeft een netto instroom (uitstroom) aan.

De mondiale economische neergang en de scherpe dalingen van de aandelenkoersen hebben waarschijnlijk aan deze ontwikkelingen bijgedragen. Vermeldenswaard is dat de grensoverschrijdende investeringen in geldmarktinstrumenten opveerden, waarschijnlijk als gevolg van de toegenomen onzekerheid in de mondiale bedrijfssector. Zo investeerden de ingezetenen van het eurogebied €55,6 miljard in buitenlandse geldmarktinstrumenten, tegen €20,7 miljard in 2001, terwijl de buitenlandse investeerders €45,9 miljard investeerden in geldmarktinstrumenten van het eurogebied, tegen €4,5 miljard over dezelfde periode van het jaar voordien.

In totaal vertoonde de betalingsbalans van het eurogebied in 2002 een overschot op de lopende rekening evenals een beduidende nettokapitaalinstroom uit hoofde van het totaal van de directe investeringen en het effectenverkeer. De korte-termijntransacties van de MFI's in het eurogebied (zonder het Eurosysteem) vormden een tegenpost voor deze nettokapitaalinstroom, met een nettokapitaaluitstroom van €159,4 miljard. De netto externe positie van de MFI's uit het eurogebied (zonder het Eurosysteem) vertoonde bijgevolg een verschuiving van een netto passiefpositie eind 2001 naar een netto actiefpositie eind 2002.

Kader 8

Tendensen in de internationale fusie- en overnameactiviteit tussen 1990 en 2002

Aan het einde van de jaren negentig en in het begin van dit decennium vond een spectaculaire hausse plaats in de fusie- en overnameactiviteit (F&O), in het bijzonder door Europese en Amerikaanse ondernemingen. Hoewel de F&O-transacties sinds hun piekperiode in 2000-2001 fors zijn gedaald, zijn ze een zeer belangrijk gegeven geworden in de Amerikaanse en Europese economieën, waarbij de F&O-activiteit grotendeels plaatsvindt in de technologie- en telecommunicatiesectoren. In dit kader worden enkele van de belangrijkste kenmerken van de recente tendensen toegelicht; vooral de bilaterale F&O-activiteit tussen het eurogebied en de Verenigde Staten wordt geanalyseerd.

Tendensen in de omvang en de richting van de F&O-transacties

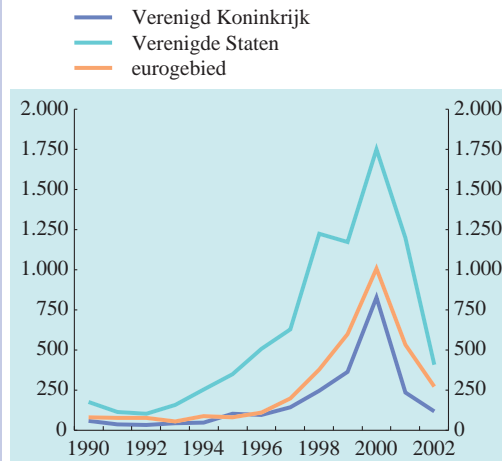
De bruto F&O-activiteit¹ in het eurogebied en in de Verenigde Staten steeg van € 281 miljard in 1990 tot een piek van meer dan € 2.900 miljard in 2000, en liep vervolgens terug tot € 673 miljard in 2002. De Amerikaanse ondernemingen waren veruit de actiefste inzake F&O-activiteit; alleen al in 2000 waren ze in brutotermen betrokken bij transacties ter waarde van circa € 1.800 miljard (zie Grafiek A). Ook in het eurogebied was de F&O-activiteit in de jaren negentig sterk opwaarts gericht, maar toch minder sterk dan in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk. Tijdens de piekperiode inzake F&O tussen 1997 en 2002 waren ondernemingen uit het eurogebied betrokken bij F&O-transacties ter waarde van meer dan € 3.000 miljard, of 6,9% van het bbp van het eurogebied. Amerikaanse ondernemingen, daarentegen, noteerden F&O-transacties ter waarde van circa € 6.400 miljard of 11% van het Amerikaanse bbp, en de Britse ondernemingen ter waarde van circa € 2.000 miljard of 22,5% van het Britse bbp.

Uit een vergelijking tussen de stijging van het aantal en de stijging van de waarde van de F&O-transacties blijkt dat deze laatste de afgelopen jaren fors is versneld. Dit wijst erop dat de gemiddelde omvang van de F&O-operaties heel wat groter is geworden. Zo is de gemiddelde waarde van de F&O-operaties waarbij ondernemingen van het eurogebied betrokken waren, toegenomen van € 20 miljoen in de periode 1990-1996 tot € 90 miljoen tussen 1997 en 2002. Hoewel de gemiddelde waarde van de F&O-operaties waarbij Amerikaanse en

¹ De bruto F&O-activiteit omvat transacties waarin ondernemingen van een bepaald land ofwel overnemer, ofwel overgenomen zijn. De bron van de F&O-gegevens is Thomson Financial.

Grafiek A: Totale waarde van fusie- en overnametransacties

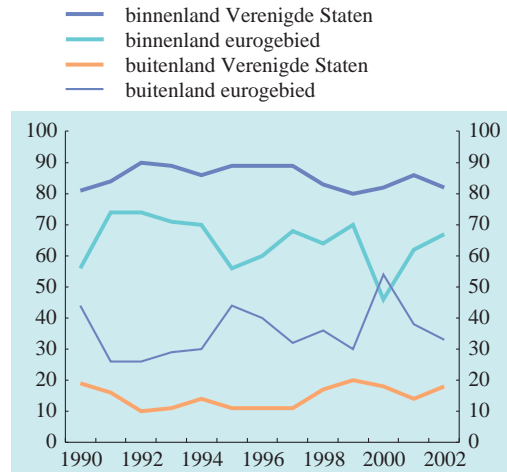
(EUR miljarden)



Bronnen: Thomson Financial en berekeningen van de ECB.

Grafiek B: Plaats van fusie- en overname-transacties van het eurogebied en de VS

(procenten van het totaal)



Bronnen: Thomson Financial en berekeningen van de ECB.

Britse ondernemingen betrokken waren, ook is gestegen en beduidend hoger is gebleven dan die van het eurogebied, overtrof de procentuele groei van de gemiddelde waarde van de F&O-operaties in het eurogebied die van de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk.

Een analyse van de richting van de F&O-stromen leert dat het aandeel van de buitenlandse F&O-transacties in de totale transactiewaarde in de jaren negentig in het eurogebied over het algemeen in de lift zat, en in de Verenigde Staten stabiel was. Een essentieel verschil tussen de Verenigde Staten en het eurogebied was het veel grotere aandeel van de binnenlandse ten opzichte van de grensoverschrijdende F&O-activiteit in de Verenigde Staten. De ondernemingen uit het eurogebied waren daarentegen veel vaker betrokken bij F&O-operaties met buitenlandse ondernemingen dan de Amerikaanse, zowel in absolute als in relatieve cijfers (Zie Grafiek B).

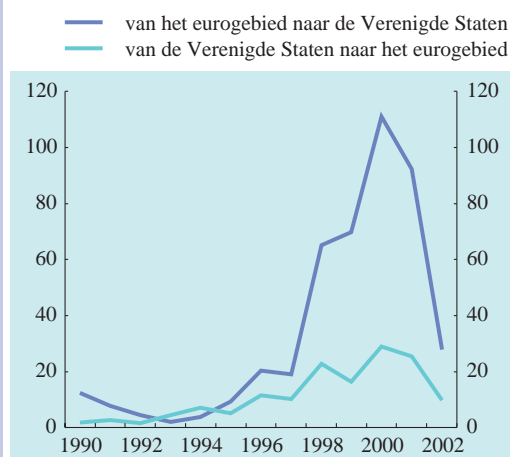
Hoewel er enige coïncidentie lijkt te bestaan tussen de start van de derde fase van de EMU en de toename van de F&O-activiteit in het eurogebied, kan dit moeilijk worden losgekoppeld van andere factoren zoals de harmonisering van de wetgeving, de vooruitgang in de informatietechnologie, en de deregulering en liberalisering van bepaalde sectoren en markten.

Bilaterale F&O-transacties tussen het eurogebied en de Verenigde Staten

De bilaterale F&O-stromen tussen het eurogebied en de Verenigde Staten hebben de afgelopen jaren enkele markante verschillen vertoond. De F&O-investeringen door ondernemingen van het eurogebied in de Verenigde Staten en die door Amerikaanse ondernemingen in het eurogebied bevonden zich in de eerste helft van de jaren negentig op vergelijkbare niveaus. Vanaf 1996 zijn de F&O-investeringen door ondernemingen van het eurogebied in de Verenigde Staten fors gestegen: tussen dat jaar en 2000 zijn ze meer dan vervijfvoudigd, terwijl de F&O-stromen in de andere richting slechts matig toenamen (zie Grafiek C). Hieruit blijkt een duidelijke asymmetrie in de F&O-stromen tussen het eurogebied en de Verenigde Staten. De snelle economische en productiviteitsgroei in de tweede helft van de jaren negentig in de Verenigde Staten en de hausse op de aandelenmarkt aldaar – in het bijzonder in de technologiesector – hebben naar alle waarschijnlijkheid bijgedragen tot de aantrekkingskracht van de Amerikaanse ondernemingen.

Wat de sectorale uitsplitsing betreft, ging 58% van de Amerikaanse F&O-investeringen naar industriële ondernemingen van het eurogebied; dit aandeel is veel groter dan dat van de F&O-investeringen van het eurogebied in de Amerikaanse verwerkende industrie, dat 36% bedraagt (zie Grafiek D). De ondernemingen van het eurogebied investeerden daarentegen een veel groter aandeel in de ondernemingen van de Amerikaanse financiële sector (25%) dan de Amerikaanse ondernemingen in de financiële sector van het eurogebied (10%). In de hightechsector² was de spectaculaire stijging van de F&O-activiteit aan het einde van de jaren negentig en in 2000 grotendeels het gevolg van de hoge technologische vlucht. Tussen 1995 en 2000 tekenden de F&O-transacties een exponentiële groei op, en dit zowel in de Verenigde Staten als in het eurogebied. De F&O-activiteit in deze sector steeg van circa 10% van de totale F&O-activiteit in het eurogebied in de eerste helft van de jaren negentig tot 50% in 2000. Vermits de aandelenkoersen in de technologiesector sinds 2000 zijn gezakt, is dit aandeel in de eerste negen maanden van 2002 fors teruggelopen tot minder dan 10% van de totale transacties. Niet alleen is de totale F&O-activiteit door Amerikaanse ondernemingen heel wat omvangrijker dan die van de ondernemingen van het eurogebied, bovendien was het aandeel van de F&O-transacties in de hightechsector over het grootste deel van de periode in de Verenigde Staten veel ruimer dan in het eurogebied.

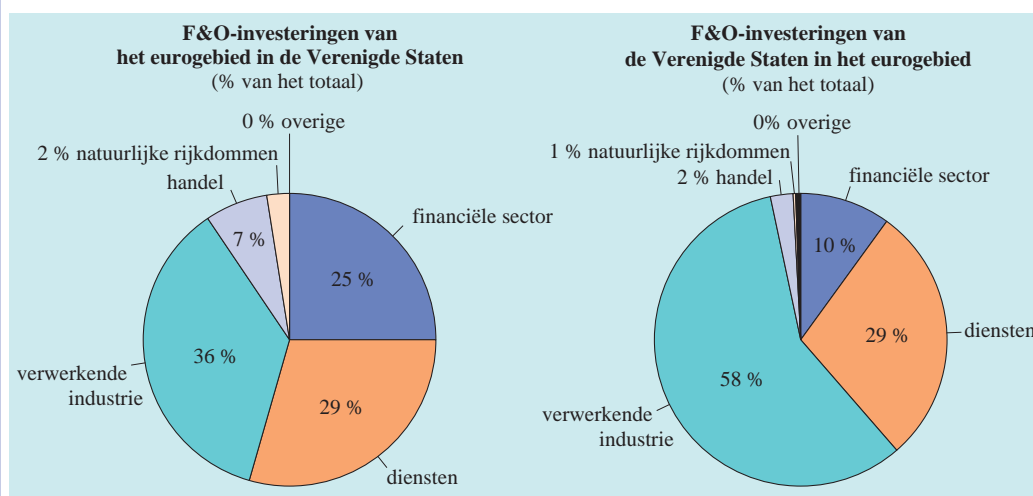
Grafiek C: Bilaterale fusie- en overname-transacties tussen het eurogebied en de VS
(EUR miljarden)



Bronnen: Thomson Financial en berekeningen van de ECB.

De ondernemingen uit het eurogebied hebben fors geïnvesteerd in de Amerikaanse technologiesector teneinde zijn knowhow te verwerven en zich toegang te verschaffen tot de desbetreffende markt. Grafiek E toont dat de F&O-investeringen van het eurogebied in Amerikaanse hightechbedrijven tot in 2000 aanmerkelijk zijn gestegen, terwijl de Amerikaanse F&O-investeringen in hightechbedrijven van het eurogebied slechts matig zijn toe-

Grafiek D: Investeringen per sector uit hoofde van fusies en overnames, 1997-2002



Bronnen: Thomson Financial en berekeningen van de ECB.

² De hightechsector, zoals gedefinieerd in de F&O-database van Thomson Financial, bestaat voornamelijk uit verschillende subsectoren van de verwerkende industrie en de diensten.

genomen. De subsector telecommunicatie³ – die gedeeltelijk overlapt met de hightechindustrie – tekende voor een bijzonder forse stijging van de F&O-activiteit aan het einde van de jaren negentig. De waarde van de transacties waarbij ondernemingen van het eurogebied betrokken waren, steeg in feite van minder dan € 50 miljard per jaar vóór 1998 tot meer dan € 300 miljard in 1999.⁴ Een belangrijk gegeven is dat de F&O-activiteit in de subsector telecommunicatie voornamelijk werd gestimuleerd door ondernemingen uit het eurogebied. Bovendien steeg het aandeel van telecomtransacties in de totale F&O-investeringen in het eurogebied van minder dan 10% vóór 1998 tot meer dan 50% in 1999. In de Verenigde Staten, waar de telecom F&O-transacties in 1999 slechts rond 20% van de totale activiteit schommelden, nam het belang van de telecomsector echter heel wat minder sterk toe.

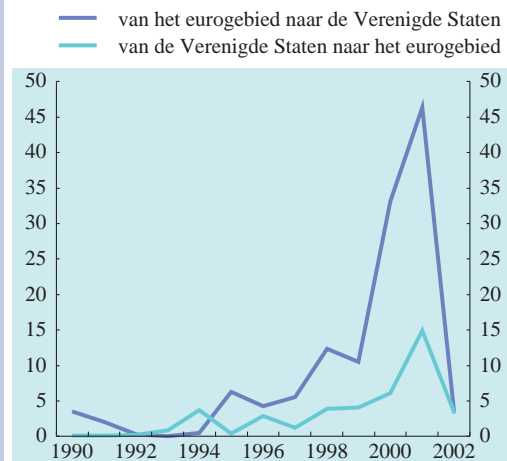
Samengevat, blijkt uit de analyse van de sectorale opsplitsing en van de bilaterale stromen dat de F&O-boom van het einde van de jaren negentig en van de laatste jaren vooral werd gedragen door de overname van technologie- en telecommunicatieondernemingen door zowel Europese als Amerikaanse bedrijven. Sinds haar piek in 2000 is de F&O-activiteit fors afgenomen en teruggekeerd naar een peil dat vergelijkbaar is met dat van het midden van de jaren negentig. Deze teruggang was bijzonder sterk in de hightechsectoren van zowel het eurogebied als de Verenigde Staten.

³ De subsector telecommunicatie, zoals gedefinieerd in de F&O-database van Thomson Financial, is deels vervat in de hightech-sector.

⁴ De overname van Mannesmann door Vodafone verklaart een groot deel van de F&O-waarde in deze sector in 1999. Maar ook als geen rekening wordt gehouden met deze belangrijke transactie, is de F&O-activiteit fors gegroeid.

Grafiek E: Bilaterale fusies en overnames in de hightechindustrie tussen het eurogebied en de VS

(EUR miljarden)



Bronnen: Thomson Financial en berekeningen van de ECB.



Persconferentie na de externe vergadering van de Raad van Bestuur van de ECB die op 7 februari 2002 in Maastricht is gehouden ter gelegenheid van het tienjarig bestaan van het Verdrag van Maastricht. President Duisenberg kondigt aan dat hij in 2003 zal aftreden.



Het Gouvernementsgebouw in Maastricht waar de vergadering plaatsvond

Hoofdstuk II

Centrale-banktransacties

I Monetaire-beleidsuitvoering

I.1 Overzicht

Het operationele kader voor de uitvoering van het gemeenschappelijk monetaire beleid heeft in 2002 doelmatig gewerkt. De hoofdinstrumenten van het operationele kader – open-markttransacties, permanente faciliteiten en het stelsel van reserveverplichtingen – bleven ongewijzigd. Hetzelfde geldt voor het systeem waarbij de transacties door de nationale centrale banken gedecentraliseerd worden uitgevoerd en beheerd.¹

De wekelijkse basis-herfinancieringstransacties, die gewoonlijk met een looptijd van twee weken worden verricht, nemen het grootste deel van de herfinanciering van de bancaire sector voor hun rekening; zij vervullen een sleutelrol bij het sturen van de liquiditeitsverhoudingen en het afgeven van monetaire-beleidssignalen. Daarnaast voert het Eurosysteem eens per maand een langerlopende herfinancieringstransactie uit met een looptijd van drie maanden. Deze worden echter niet gebruikt om monetaire-beleidssignalen af te geven. Naast deze reguliere open-markttransacties voerde het Eurosysteem in 2002 drie “fine-tuning”-transacties uit om onverwachte fluctuaties in de liquiditeitsverhoudingen op de markt te absorberen.

De twee door het Eurosysteem ter beschikking gestelde permanente faciliteiten, namelijk de marginale beleningsfaciliteit en de depositofaciliteit, verschaffen en onttrekken zeer kortlopende liquiditeiten, dragen bij tot het afgeven van monetaire-beleidssignalen en stellen een boven- en ondergrens aan de zeer korte markttrente.

Naast het uitvoeren van open-markttransacties en het aanbieden van de permanente faciliteiten verplicht het Eurosysteem de kredietinstellingen minimumreserves bij het Eurosysteem aan te houden voor een bedrag gelijk aan 2% van bepaalde kortlopende passiva. De minimumreserves, waarover volledig rente wordt vergoed, strekken ertoe de korte geldmarkttrente te stabiliseren en het structu-

rele liquiditeitstekort van het bankwezen ten opzichte van het Eurosysteem te vergroten. De middelingsvoorziening, waarbij de tegenpartijen gemiddeld over een reserve-aanhouingsperiode van één maand aan hun reserveverplichtingen kunnen voldoen, bevordert het stabiliseren van de korte rente door de effecten van tijdelijke liquiditeitsschokken te temperen. Daardoor kan het Eurosysteem gewoonlijk de open-markttransacties tot reguliere basis-herfinancieringstransacties en langerlopende herfinancieringstransacties beperken.

Het monetaire-beleidskader van het Eurosysteem laat een breed scala aan tegenpartijen deelnemen aan de monetaire beleidstransacties. In principe hebben alle reserveplichtige kredietinstellingen toegang tot de permanente faciliteiten en de open-markttransacties op basis van standaardtenders. In dit verband wordt in de Richtlijn betreffende elektronisch geld,² die vóór 27 april 2002 door de lidstaten moest worden geïmplementeerd, de definitie van reserveplichtige kredietinstellingen zodanig gewijzigd dat deze tevens de instellingen voor elektronisch geld behelst.

Teneinde de doelmatige uitvoering van de monetaire-beleidstransacties te waarborgen moeten tegenpartijen naast de algemene criteria ook aan alle operationele criteria voldoen die in de contractuele of andere regelingen van de nationale centrale banken van het eurogebied zijn omschreven. Eind 2002 hadden 3.245 van de 6.926 reserveplichtige kredietinstellingen van het eurogebied toegang tot de depositofaciliteit en 2.867 tot de marginale beleningsfaciliteit. Terwijl 2.320 kredietinstellingen aan open-markttransacties op

¹ Voor een nadere omschrijving van het operationele kader wordt verwezen naar de ECB publicatie “Het gemeenschappelijke monetaire beleid in het eurogebied: Algemene documentatie met betrekking tot de monetaire-beleidsinstrumenten en -procedures van het Eurosysteem”, april 2002.

² Richtlijn 2000/46/EG van het Europees Parlement en de Raad van 18 september 2000 betreffende de toegang tot de uitoefening van en het bedrijfseconomisch toezicht op de werkzaamheden van instellingen voor elektronisch geld.

basis van standaardtenders konden deelnemen, hebben slechts 763 kredietinstellingen daadwerkelijk ingeschreven op één of meer basis-herfinancieringstransacties, en 400 op één of meer langerlopende herfinancieringstransacties. Een geselecteerde groep van 141 kredietinstellingen kon aan "fine-tuning"-transacties deelnemen. Ten opzichte van eind 2001 liep het totale aantal reserveplichtige instellingen met 293 terug als gevolg van de aanhoudende consolidatie binnen het bankwezen.

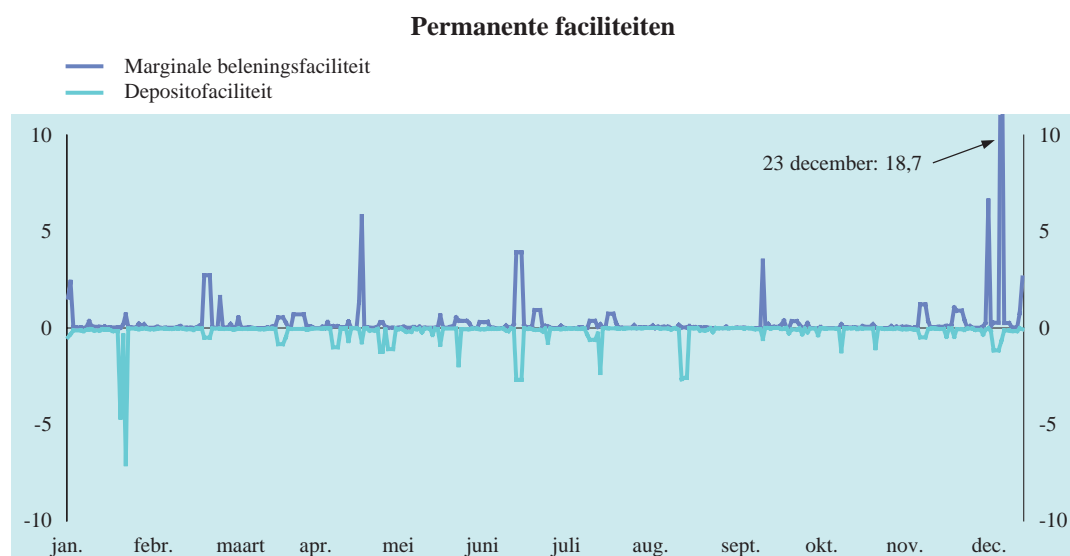
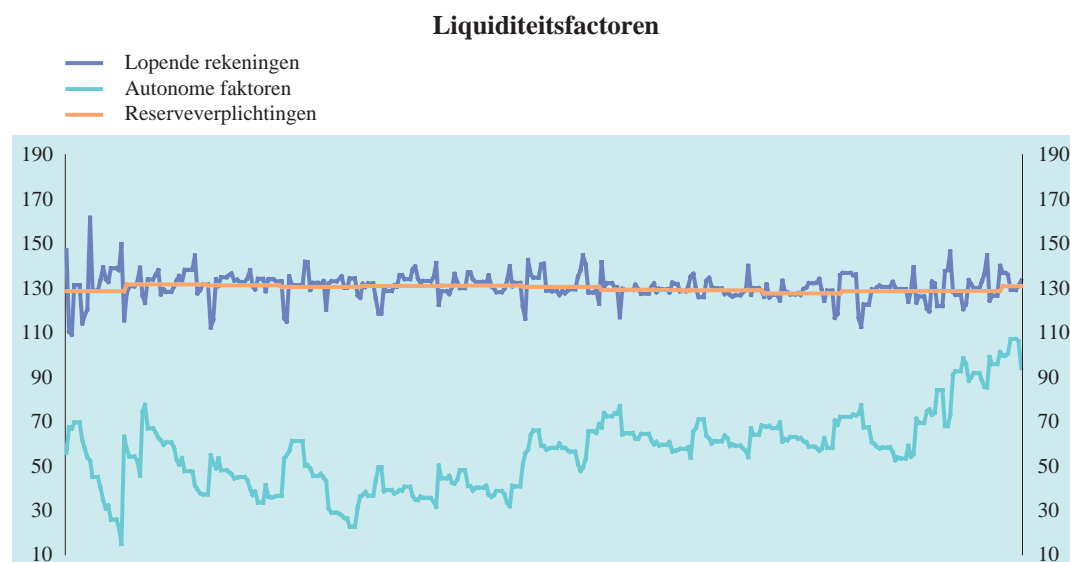
1.2 Liquiditeitsbeheer

Het liquiditeitsbeheer van het Eurosysteem speelt een belangrijke rol bij de uitvoering van het gemeenschappelijke monetaire beleid. Dit beheer steunt op de geraamde liquiditeitsbehoefte van het bankwezen, die ontstaat als gevolg van de reserveverplichtingen, het overschot aan reserves (hier gedefinieerd als de gemiddelde tegoeden op rekening-courant gedurende de reserve-aanhoudingsperiode minus de reserveverplichtingen) en autonome

Grafiek 28

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

(EUR miljard)



Bron: ECB.

factoren. De laatstgenoemde bestaan uit posten op de balans van een centrale bank die de centrale bank niet rechtstreeks kan beïnvloeden, zoals de bankbiljetten in omloop, overheidstegoeden, nog te verrekenen posten en netto externe activa.

Terwijl de bedragen van de reserveverplichtingen en het overschot aan reserves meestal met een betrekkelijk hoge mate van nauwkeurigheid ingeschat worden, kennen de autonome factoren een grotere volatiliteit waardoor ze voor de tegenpartijen moeilijker te ramen zijn. Derhalve publiceert de ECB een wekelijkse raming van de gemiddelde omvang van de autonome factoren, met als doel de tegenpartijen te helpen bij het voorbereiden van hun inschrijving op de openmarkttransacties. In 2002 bedroeg de gemiddelde absolute afwijking van deze ramingen ten opzichte van de werkelijke bedragen € 1,8 miljard. Het daarmee overeenkomstige cijfer in 2001 was € 1,9 miljard.

Over het geheel gezien waren de overheids-tegoeden bij de nationale centrale banken in 2002 weer de meest volatiele autonome factor en tevens de moeilijkste om te ramen. Na de overgang op de chartale euro in januari 2002 vielen echter de bankbiljetten in omloop ook moeilijk te ramen. De vraag naar nieuwe eurobankbiljetten bleek immers sterker dan door het Eurosysteem werd voorzien, terwijl de terugkeer van de oude nationale bankbiljetten iets langer duurde dan verwacht. Daardoor waren in januari 2002 de afwijkingen van de door het Eurosysteem opgestelde ramingen van de totale bankbiljetten in omloop rond vier keer groter dan gemiddeld. Teneinde te voldoen aan de onverwachte liquiditeitsbehoefte die door de tijdelijke stijging van de vraag naar bankbiljetten is ontstaan, heeft het Eurosysteem twee liquiditeitsverschaffende "fine-tuning"-transacties uitgevoerd. Daarnaast verhoogde de ECB bij wijze van uitzondering de frequentie van de bekendmaking van de herzieningen van de gepubliceerde ramingen van de autonome factoren. Dit beleid diende om de marktpartijen bewust te maken van de uitzonderlijke ontwikkelingen in de liquiditeitsverhoudingen. De

afwijkingen van de ramingen van bankbiljetten in omloop waren in maart 2002 weer normaal.

Ondanks de doorgaans positieve beoordeling van de werking van het monetaire-beleidskader sinds de invoering van de euro in 1999, heeft het Eurosysteem in oktober 2002 een openbare raadpleging gehouden inzake technische maatregelen ter verbetering van de doelmatigheid van het kader (zie Kader 9).

1.3 Open-markttransacties

In 2002 verrichte het Eurosysteem 53 basis-herfinancieringstransacties met een gemiddeld toegewezen bedrag van € 67 miljard. Deze transacties namen 71% van het totale herfinancieringsbedrag voor hun rekening en werden uitgevoerd als variabele-rentetenders met een minimale inschrijvingsrente op basis van een meervoudige rentevoet (Amerikaans veilingssysteem). Volgens dit systeem worden alle inschrijvingen tegen een rentevoet die hoger is dan de marginale toewijzingsrente (de laagste rentevoet waarop wordt toegewezen) volledig gehonoreerd en wel tegen de aangeboden rentevoet, terwijl inschrijvingen tegen de marginale rente naar verhouding worden toegewezen. Als gevolg van de variabele-rentetender en het veilingssysteem op basis van een meervoudige rentevoet gaan de toewijzingsrentes (d.w.z. de marginale en de gewogen gemiddelde rente) de minimale inschrijvingsrente meestal te boven. Door het gebrek aan sterke verwachtingen ten aanzien van rentestijgingen in 2002, bleef het gemiddelde ecart tussen de marginale rente en de minimale inschrijvingsrente bij de basis-herfinancieringstransacties tamelijk gering op 4,8 basispunten. Evenals in het voorgaande jaar kwam bovendien het gemiddelde ecart tussen de marginale en de gewogen gemiddelde rente op 1,4 basispunten uit. Dit strookt met een aanhoudend hoge mate van vertrouwen en nauwkeurigheid onder de tegenpartijen bij het inschatten van de toegewezen bedragen en de toewijzingsrentevoeten.

Kader 9

Openbare raadpleging inzake maatregelen ter verbetering van de doelmatigheid van het operationele kader voor het monetaire beleid

Op 7 oktober 2002 heeft het Eurosysteem een openbare raadpleging gehouden onder het bankwezen in het eurogebied inzake technische maatregelen ter verbetering van de doelmatigheid van het operationele kader.

De drie maatregelen die in de openbare raadpleging werden voorgesteld waren als volgt:

- (1) wijziging van aanvangstijdstip van de reserve-aanhoudingsperiode, opdat deze altijd begint op de verrekeningsdatum van de basis-herfinancieringstransactie volgend op de vergadering van de Raad van Bestuur waarin de beoordeling van het monetaire beleid op de agenda staat. Bovendien zou het doorvoeren van een renteverandering voor de permanente faciliteiten doorgaans samenvallen met het begin van een nieuwe reserve-aanhoudingsperiode;
- (2) verkorting van de looptijd van de basis-herfinancieringstransacties van twee weken naar één week; en
- (3) opschorting van de langerlopende herfinancieringstransacties.

De wijziging van het aanvangstijdstip van de reserve-aanhoudingsperiode heeft een tweevoudig doel: ten eerste, om de invloed van renteverwachtingen op het inschrijvingsgedrag van tegenpartijen in basis-herfinancieringstransacties te beperken en ten tweede, om het minder waarschijnlijk te maken dat de reserve-aanhoudingsperiode begint of eindigt op een dag waarop TARGET gesloten is, waardoor kosten kunnen ontstaan voor banken die een beroep doen op de permanente faciliteiten in het kader van het liquiditeitsbeheer.

Hieraan complementair is de bekorting van de looptijd van de basis-herfinancieringstransacties. Door deze maatregel zullen basis-herfinancieringstransacties niet doorlopen van een reserve-aanhoudingsperiode naar de volgende en derhalve niet worden beïnvloed door de renteverwachtingen gedurende toekomstige reserve-aanhoudingsperiodes.

De opschorting van de langerlopende herfinancieringstransacties werd voorgesteld ten behoeve van een zo doelmatig mogelijk monetaire-beleidsvoering. Door de tanende belangstelling voor de langerlopende herfinancieringstransacties waren twijfels ontstaan of deze nog het doel dienden waarvoor ze oorspronkelijk waren bedoeld.

De reacties op de publieke consultatie waren afkomstig van een breed scala aan kredietinstellingen in het eurogebied, wat zowel locatie als omvang betreft. Terwijl de eerste twee voorstellen doorgaans werden gesteund, werd tevens duidelijk dat de langerlopende herfinancieringstransacties nog steeds voorzien in de behoeften van vele tegenpartijen van het Eurosysteem op het gebied van liquiditeitsbeheer. Derhalve werd in de meeste reacties het derde voorstel afgewezen.

De Raad van Bestuur heeft in januari 2003 besloten om het aanvangstijdstip van de reserve-aanhoudingsperiode te veranderen en de looptijd van de basis-herfinancieringstransacties te bekorten. De Raad heeft echter besloten om de langerlopende herfinancieringstransacties niet op te schorten.

In 2002 daalde het gemiddelde aantal tegenpartijen dat aan de basis-herfinancieringstransacties van het Eurosysteem deelnam met 25% tot 307, hoewel het totale bedrag aan inschrijvingen gemiddeld bijna twee keer hoger is gebleven dan de toegewezen bedragen. Niets duidt erop dat het geringere aantal

aan banken dat rechtstreeks door het Eurosysteem van herfinanciering wordt voorzien problemen heeft veroorzaakt voor het bankwezen van het eurogebied met betrekking tot de toewijzing onder banken van de door de centrale banken verschaft liquiditeit. Er is immers nog een hoge mate van concurrentie

voor liquiditeit zowel bij de basis-herfinancieringstransacties als in de “overnight”-markt. De daling van de deelname aan de basis-herfinancieringstransacties is waarschijnlijk het gevolg van de aanhoudende consolidaties binnen het bankwezen in het eurogebied, de toegenomen concentratie van treasury-management binnen bankconcerns, en de effectievere werking van de interbancaire markt. Hierdoor werd het aantal tegenpartijen dat liquiditeit rechtstreeks van de centrale bank wenste te verkrijgen mogelijk beperkt.

Naast de basis-herfinancieringstransacties voert het Eurosysteem regelmatig langerlopende herfinancieringstransacties uit. Dit zijn liquiditeitsverschaffende transacties met een maandelijks frequentie en een looptijd van drie maanden. In de loop van het jaar namen de langerlopende herfinancieringstransacties gemiddeld ongeveer 29% van het totale herfinancieringsbedrag voor hun rekening. In tegenstelling tot basis-herfinancieringstransacties worden langerlopende herfinancieringstransacties doorgaans niet uitgevoerd met de bedoeling om de liquiditeitsverhoudingen te beïnvloeden of signalen omtrent de koers van het monetaire beleid af te geven. Derhalve heeft het Eurosysteem langerlopende herfinancieringstransacties als zuivere variabele-rentetenders uitgevoerd op basis van een meervoudige rentevoet (Amerikaans veilsysteem) met vooraf aangekondigde toewijzingsbedragen. Terwijl het vooraf aangekondigde toewijzingsbedrag in de eerste helft van 2002 € 20 miljard was, heeft het Raad van Bestuur op 10 juli besloten dit terug te brengen tot € 15 miljard voor de tweede helft van het jaar. Het gemiddelde aantal banken dat aan de langerlopende herfinancieringstransacties deelnam is in 2002 tot 186 gedaald, een afname van 17% ten opzichte van 2001, wat voornamelijk kan worden toegeschreven aan de factoren die al zijn genoemd met betrekking tot de basis-herfinancieringstransacties.

Bij de langerlopende herfinancieringstransacties liepen de inschrijvingen doorgaans sterker uiteen dan bij de basis-herfinancieringstransacties, vooral door het ontbreken

van een minimale inschrijvingsrente en de langere looptijd. Gemiddeld over het jaar genomen was de gewogen gemiddelde rente 1,9 basispunten hoger dan de marginale rente, tegen 2,7 basispunten in 2001. Ondanks de daling van het aantal deelnemende tegenpartijen bedroeg de verhouding inschrijvingen/toewijzing gemiddeld 2,1.

Zoals reeds opgemerkt heeft het Eurosysteem op 4 en 10 januari 2002 twee “fine-tuning”-transacties uitgevoerd teneinde te voldoen aan de liquiditeitsbehoefte, die als gevolg van de overgang naar de euro hoger was dan verwacht. Deze transacties met wederinkoop werden als variabele-rentetenders uitgevoerd met een looptijd tot de volgende ochtend en tegen dezelfde minimale inschrijvingsrente van 3,25% als de daaraan voorafgaande basis-herfinancieringstransacties. Bij de eerste transactie werd € 25 miljard toegewezen en namen 61 banken deel. Bij de tweede werd € 40 miljard toegewezen en namen 63 banken deel. De marginale en de gewogen gemiddelde rentes bij de eerste snelle tender bedroegen respectievelijk 3,30% en 3,32%, en liepen terug tot 3,28% en 3,30% bij de tweede.

Daarnaast werd op 18 december een liquiditeitsverruimende “fine-tuning”-transactie met een looptijd van zes dagen als variabele-rentetender uitgevoerd met een minimale inschrijvingsrente van 2,75%. 50 tegenpartijen schreven in op de transactie waarbij € 10 miljard werd toegewezen tegen een marginale rente van 2,80% en een gewogen gemiddelde rente van 2,82%. De transactie strekte ter leniging van het liquiditeitstekort dat een gevolg was van het feit dat de inschrijvingen van de tegenpartijen op de laatste basis-herfinancieringstransacties van de reserve-aanhoudingsperiode te laag waren om aan de reserveverplichtingen te voldoen. In het toegewezen bedrag, dat het liquiditeitstekort niet geheel tenietdeed, wordt tevens rekening gehouden met de doelstelling van de ECB om tegenpartijen te blijven stimuleren om in voldoende mate op basis-herfinancieringstransacties in te schrijven.

1.4 Permanente faciliteiten

Doorgaans zijn er twee redenen waarom kredietinstellingen een beroep doen op de permanente faciliteiten. Ten eerste indien geaggregeerde onevenwichtigheden in de liquiditeitsverhoudingen ontstaan waardoor het totale bankwezen een liquiditeitstekort of -overschot heeft ten opzichte van de geaggregeerde reserveverplichting. Indien dergelijke liquiditeitstekorten of -overschotten ontstaan nadat de laatste basis-herfinancieringstransactie van de aanhoudingsperiode is toegewezen, moeten zij worden gecompenseerd door een geaggregeerd beroep op de marginale beleningsfaciliteit of de depositofaciliteit. Opgemerkt zij dat deze geaggregeerde onevenwichtigheden dienen als verklaring voor de pieken in het onderste gedeelte van Grafiek 28. Ten tweede kunnen banken een individueel beroep doen op de permanente faciliteiten naar aanleiding van onverwachte betalingsstromen tussen individuele banken tegen het einde van de dag, wanneer de geldmarkt niet langer liquide is. Dergelijke beroepen mogen op elk moment gedurende de aanhoudingsperiode worden gedaan als de onverwachte betalingsstromen niet automatisch kunnen worden opgevangen door de middelingsvoorziening van het stelsel van reserveverplichtingen.

Zowel het geaggregeerde als het individuele beroep op de permanente faciliteiten liep in 2002 terug. Het beroep op de marginale beleningsfaciliteit en de depositofaciliteit was respectievelijk 32% en 64% lager dan in 2001. De daling van het geaggregeerde beroep op de permanente faciliteiten kan voornamelijk worden toegeschreven aan het feit dat de inschrijvingen in 2002 maar één keer in betrekkelijk geringe mate ontoereikend waren. Maar de verbeterde raming van de liquiditeitsbehoefte door het Eurosysteem speelde ook een rol. Het individuele beroep op de permanente faciliteiten is sinds begin 1999 gestaag teruggelopen om in 2002 uit te komen op een daggemiddelde van € 0,1 miljard. Deze ontwikkeling is waarschijnlijk het gevolg van een efficiënter liquiditeitsbeheer door tegenpartijen.

1.5 Stelsel van reserveverplichtingen

De gemiddelde, geaggregeerde reserveverplichtingen van de kredietinstellingen in het eurogebied bedroegen in 2002 € 129,9 miljard. Hoewel dit € 5,9 miljard hoger was dan in 2001, werd gedurende het gehele jaar een dalende tendens vertoond. De hoogste geaggregeerde reserveverplichtingen bedroegen € 131,7 miljard in de op 23 februari 2002 eindigende aanhoudingsperiode en de laagste € 127,7 miljard in de op 23 oktober eindigende aanhoudingsperiode. De gemiddelde maandelijkse reservebasis waarop de reserveratio van 2% van toepassing is, nam ten opzichte van 2001 met 3,5% toe, een beduidend lagere groei dan in de voorgaande jaren werd waargenomen.

Van de 6.926 reserveplichtige kredietinstellingen eind 2002 hebben 4.432 hun minimumreserves direct aangehouden, terwijl de overige indirect via een intermediair aan hun reserveverplichtingen hebben voldaan. De door de banken aangehouden tegoeden op rekening-courant varieerden in de loop van het jaar van € 109,1 miljard tot € 161,7 miljard, hetgeen erop duidt dat er constant een aanzienlijke buffer beschikbaar was om onverwachte afvloeiing van liquiditeiten op te vangen (zie het bovenste gedeelte van Grafiek 28). Voornamelijk vanwege de middelingsvoorziening van het stelsel van reserveverplichtingen bleef in 2002 de volatiliteit van de EONIA (euro overnight index average) beperkt. De standaardafwijking van de dagelijkse mutaties bedroeg slechts 12 basispunten en was daarmee betrekkelijk gering naar internationale maatstaven en gezien het zeer lage aantal aan "fine-tuning" transacties. Het daarmee overeenkomstige cijfer in 2001 was 15 basispunten. Derhalve zijn de twee hoofdfuncties van het stelsel van reserveverplichtingen in 2002 wederom met succes vervuld, namelijk het stabiliseren van de geldmarktrente en het vergroten van het structurele liquiditeitstekort van het bankwezen.

Gedurende 2002 zijn gemiddeld 28 gevallen van niet-nakoming van de reserveverplichtingen per reserve-aanhoudingsperiode gemeld,

hetgeen overeenkomt met een gemiddeld dagelijks tekort van € 10,5 miljoen. In de helft van deze gevallen ging het om slechts kleine bedragen en werden sancties van minder dan € 500 opgelegd. Tevens vond er echter een aantal vrij ernstige overtredingen plaats, waaronder 13 gevallen gedurende het jaar waarin sancties van meer dan € 10.000 werden opgelegd. Het merendeel van de kredietinstellingen die niet aan de reserveverplichtingen hebben voldaan hebben hun fouten erkend, terwijl tien instellingen bezwaren hebben aangevoerd waarover door de Directie van de ECB moest worden beslist.

1.6 Beleenbare activa

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

Teneinde rekening te houden met de verschillen in financiële structuur van de deelnemende landen van het eurogebied omvatten de activa die als onderpand kunnen dienen

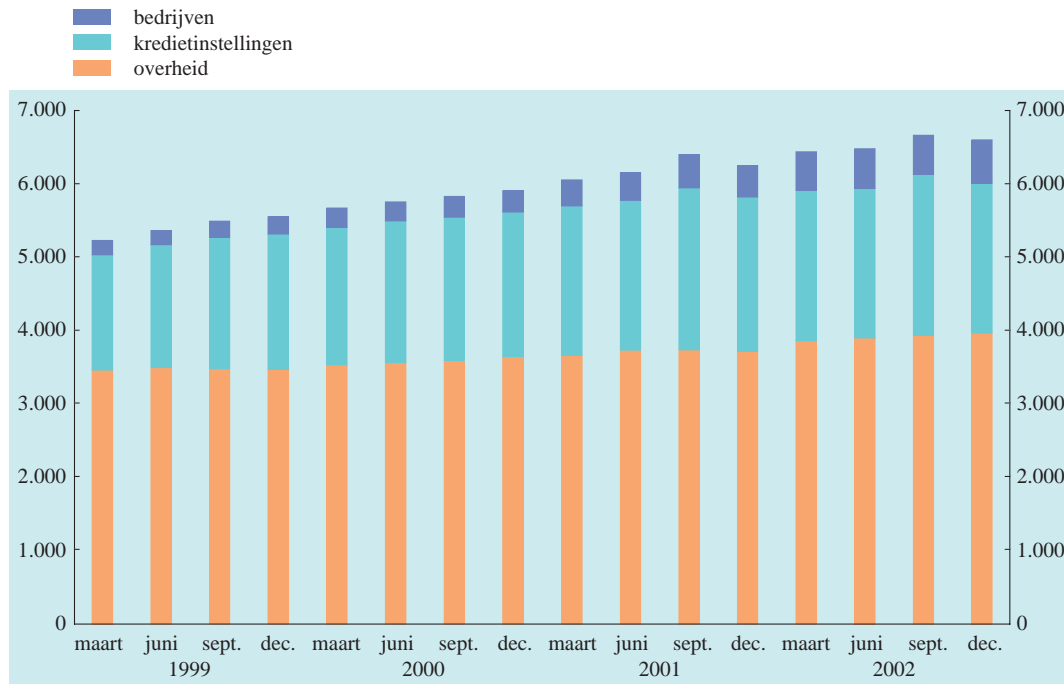
voor krediettransacties een groot aantal verschillende instrumenten. Onderscheid wordt gemaakt tussen twee categorieën beleenbare activa; deze worden activa op de eerste lijst en activa op de tweede lijst genoemd. Dit onderscheid heeft geen betrekking op de beleenbaarheid van de activa voor de verschillende soorten transacties, behalve dat het Eurosysteem activa op de tweede lijst normaliter niet gebruikt bij rechtstreekse aan- en verkopen van waardepapieren (die nu niet worden uitgevoerd). De activa op de eerste lijst bestaan uit verhandelbare schuldbewijzen die voldoen aan uniforme door de ECB omschreven beleenbaarheidscriteria. De activa op de tweede lijst bestaan uit activa die van bijzonder belang zijn voor de binnenlandse financiële markten en bancaire systemen en waarvoor de beleenbaarheidscriteria door de nationale centrale banken in aansluiting op die minimumvereisten zijn vastgesteld. De specifieke nationale beleenbaarheidscriteria voor activa op de tweede lijst moeten goedgekeurd worden door de ECB. Op de tweede lijst opgenomen activa kunnen uit verhandelbare of niet-verhandelbare schuldbewijzen bestaan of uit aandelen.

Een aanzienlijk deel van de op de eerste lijst opgenomen activa (die enkel schuldbewijzen omvat) bestaat uit overheidsschuldbewijzen (d.w.z. door de centrale, regionale en lokale overheden en de wettelijke sociale verzekeringsinstellingen uitgegeven activa) en door kredietinstellingen uitgegeven effecten, vergelijkbaar met "Pfandbriefe", die woninghypotheken of overheidsschuld als onderpand hebben. Overheidsschuldbewijzen en effecten met activa als onderpand vormen samen de overvloedigste bron van beleenbare activa (zie Grafiek 29). Andere soorten op de eerste lijst opgenomen activa omvatten effecten uitgegeven door internationale en supranationale instellingen en effecten van de private sector (d.w.z. ongedekte obligaties van de kredietinstellingen, bedrijfsobligaties en effecten met activa als onderpand, met uitzonderingen van effecten van het "Pfandbrief"-type). Met name bedrijfsobligaties hebben sinds 1999 een opmerkelijke stijging laten zien. Naast verhandelbare activa bestaan de op de

Grafiek 29

Activa op de eerste lijst die gebruikt kunnen worden voor de krediettransacties van het Eurosysteem

(maandultimocijfers; EUR miljard)



Bron: ECB.

tweede lijst opgenomen activa uit niet-verhandelbare schuldbewijzen, zoals bankleningen, handelswissels en hypothecaire promessen.

Het totale bedrag aan voor krediettransacties van het Eurosysteem beschikbare beleenbare activa op de eerste lijst kwam eind 2002 uit op € 6,900 miljard, tegen € 6,600 miljard eind 2001. Het totale bedrag aan op de tweede lijst opgenomen verhandelbare activa is gedaald van € 340 miljoen in 2001 tot € 265 miljoen in 2002, wat vooral kan worden toegeschreven aan de ontwikkelingen op de aandelenmarkten.³ Over het geheel gezien namen de op de eerste lijst opgenomen activa een toenemend deel van de beleenbare activa voor hun rekening (eind 2002: 96%).

Het totale bedrag aan activa, die door de tegenpartijen als onderpand voor krediettransacties van het Eurosysteem worden aangehouden, beliep eind 2002 € 700 miljard, tegen € 720 miljard eind 2001. Over het geheel gezien is het aandeel van door krediet-

instellingen uitgegeven schuldbewijzen in het totale bedrag op 52% stabiel gebleven, evenals in 2001. Het aandeel van bedrijfsobligaties vertoonde dezelfde tendens, hoewel op een lager niveau, terwijl het aandeel van overheidsobligaties een dalende lijn te zien gaf. Wat niet-verhandelbare bankleningen betreft, bleef het aandeel gedurende de afgelopen vier jaar betrekkelijk stabiel, en wel op rond 4% van de totale aangehouden activa.

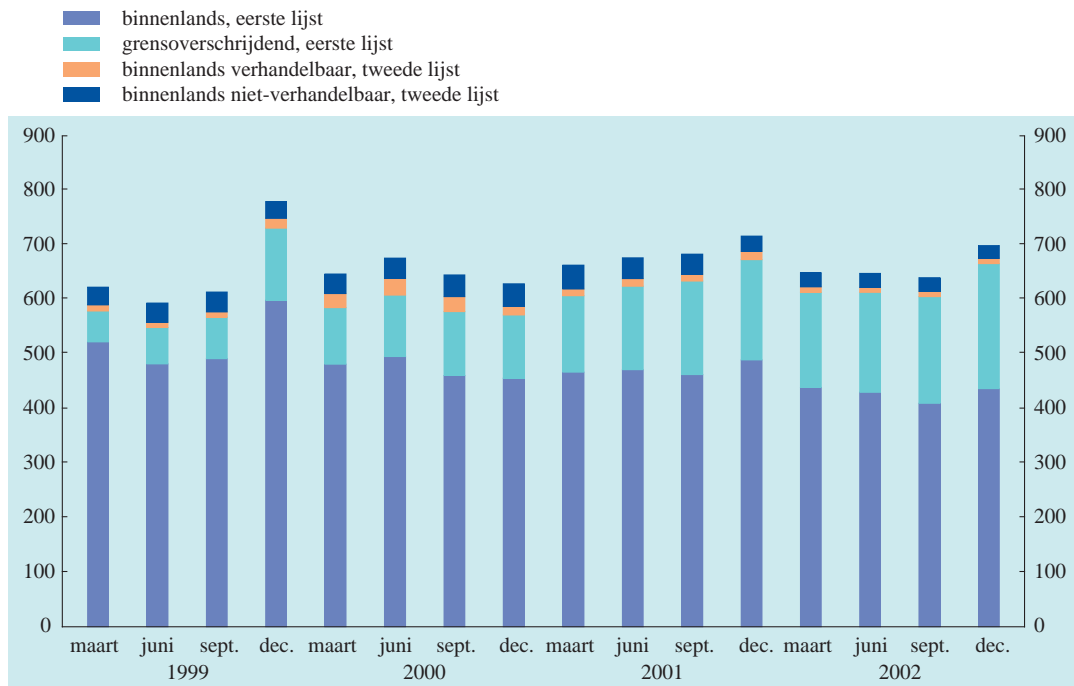
De tegenpartijen van het Eurosysteem mogen beleenbare activa voor grensoverschrijdende transacties gebruiken, oftewel voor het verkrijgen van gelden van de nationale centrale bank van het land waarin ze gevestigd zijn, activa die zich in een andere land van het eurogebied bevinden als onderpand gebruiken. Teneinde het grensoverschrijdende gebruik van onderpand bij alle soorten liquiditeitsverschaffende transacties van het Euro-

³ De uitstaande bedragen aan schuldbewijzen worden tegen nominale waarde gerapporteerd, terwijl aandelen tegen marktwaarde worden gewaardeerd.

Grafiek 30

Gebruik van onderpand bij de krediettransacties van het Eurosysteem

(maandultimocijfers; EUR miljard)



Bron: ECB.

systeem mogelijk te maken staan zowel het Correspondentenmodel voor Centrale Banken als naar de maatstaven van het Eurosysteem positief beoordeelde koppelingen tussen effectenafwikkelingsystemen ter beschikking. Het Correspondentenmodel kan voor alle beleenbare activa worden gebruikt, met inbegrip van niet-verhandelbare activa of op de tweede lijst opgenomen activa met een beperkte liquiditeit en bijzondere kenmerken die niet via een effectenafwikkelingsysteem kunnen worden overgedragen (zie Hoofdstuk VII). Het aandeel van grensoverschrijdend onderpand in het totale onderpand dat voor krediettransacties van het Eurosysteem wordt aangehouden is beduidend gestegen van 9% in april tot 33% eind 2002 (zie Grafiek 30). Deze stijging betreft alle soorten activa, maar vooral die welke door kredietinstellingen en bedrijven zijn uitgegeven. De procedures voor het beheer en de publicatie van de volledige lijst van voor de krediettransacties van het Eurosysteem beleenbare activa zijn gecentraliseerd bij de ECB, waar een database van beleenbare activa wordt bijgehouden. De

nationale centrale banken verstrekken informatie aan de ECB over de beleenbare activa die op hun respectievelijke nationale markten worden uitgegeven. Activa zijn pas beleenbaar wanneer ze zijn opgenomen in de door de ECB gepubliceerde lijst van Eligible Assets. Sinds juni 2002 worden de gegevens dagelijks door de ECB verzameld en op haar website geplaatst in het gedeelte "MFIs and Eligible assets". Belangstellenden kunnen ook elektronische versies van de actualisaties of de volledige lijst van beleenbare activa opvragen. De nieuwe procedure voor de aanpassing heeft de aan de tegenpartijen van het Eurosysteem verleende dienst verbeterd en wel in termen van kwaliteit, efficiëntie en betrouwbaarheid.

1.7 Geldmarktontwikkelingen

De invoering van de euro leidde tot het ontstaan van een omvangrijke, liquide en geïntegreerde geldmarkt die het gehele eurogebied bestrijkt; dit gold vooral in de markten voor

instrumenten zonder onderpand (zoals blanco kredieten en deviezenswaps). In 2002 werd tevens vooruitgang geboekt in het gese- curiseerde marktsegment (zoals repo's en kortlopende schuldbewijzen), het geldmarkt- segment dat tot dusver het meest achterblijft.

De repomarkt in het eurogebied heeft zich qua omvang en structuur ontwikkeld tot een betrouwbaar alternatief voor blanco krediet of de uitgifte van kortlopende schuldbewijzen. Het gebruik van repo's ter verkrijging van financiering wordt door een breed scala aan deelnemers in de financiële markten toegepast. Ondanks het feit dat de meeste repo's worden afgesloten op basis van overheidsobligaties heeft een diversificatie plaatsgevonden in het type van onderpand. Tevens is er een algemene tendens om een breder scala aan overheidsob- ligaties in "general collateral"-repo's (GC- repo's) te aanvaarden. Dit werd geschraagd door de invoering in maart 2002 van de EUREPO-index, die als referentiepunt dient voor de markt voor in euro luidende GC- repo's. Ondanks de aanzienlijke vooruitgang die tot dusver is geboekt, blijft echter de integratie van de nationale repomarkten in een gezamen- lijke markt een traag en complex proces.

Wat het segment voor kortlopende schuldbewijzen betreft, waar sprake is van minder ont- wikkeling en integratie, werd een initiatief

genomen om de huidige situatie te verbete- ren, en wel door ACI-STEP, de door de ACI – The Financial Markets Association opgerichte Short-term European Paper Task Force. Deze werkgroep voor kortlopende Europese schuldbewijzen heeft tot dusver een aantal aanbevelingen gedaan. Ten behoeve van de ACI heeft de ECB een openbare raadpleging gehouden ter zake van de verdere integratie van de Europese markt voor kortlopende schuldbewijzen.

Het derde rapport van de ESCB, op basis van gegevens die in 2001 onder de banken waren verzameld, betreffende de structuur en de werking van de euro geldmarkt,⁴ liet zien dat de totale groei van de geldmarktactiviteit is aangehouden, hoewel op een lager niveau dan in de voorgaande jaren. Wat het segment voor markten voor instrumenten zonder onder- pand betreft, kwam geen duidelijke tendens uit de gegevens naar voren in termen van omzet. Toch werd bevestigd dat de activiteit vooral in de markt voor zeer kortlopende schuldbewij- zen en looptijden van tot en met een maand is geconcentreerd. In het segment voor instru- menten met onderpand hield de omzetgroei in 2001 aan. Binnen het segment OTC-derivaten stegen de renteswaps en valutaswaps het hardst. Ten slotte liet de activiteit in in euro luidende rente-futures en kortlopende schuldbewijzen een beduidende stijging zien.

2 Deviezentransacties en het beheer van de externe reserves en eigen vermogen van de ECB

2.1 Deviezentransacties

In 2002 heeft de ECB op eigen initiatief geen interventie op de valutamarkt uitgevoerd. Op 28 juni echter heeft de ECB wel namens de Japanse centrale bank transacties op de valu- tamarkt uitgevoerd. Dit gebeurde krachtens de overeenkomst tussen de Japanse centrale bank en de ECB, waarbij de ECB als agent optrad van het Japanse ministerie van financiën.

Gedurende 2002 werd één keer gebruikt gemaakt van de vaste overeenkomst tussen de ECB en het Internationale Monetaire

Fonds (IMF) krachtens welke het IMF, namens de ECB, transacties in bijzondere trekkings- rechten tussen de ECB en andere houders van bijzondere trekkingsrechten kan initiëren.

2.2 De externe reserves van het Eurosysteem

Het beheer van de externe reserves van het ECB strekt ertoe te waarborgen dat de ECB

⁴ "The ESCB Market Operations Committee Money Market Study 2001", december 2002.

te allen tijde kan beschikken over een toereikend bedrag aan liquide middelen voor het verrichten van valuta-interventies als de Raad van Bestuur daartoe besluit. Liquiditeit en kredietwaardigheid zijn derhalve basisvereisten bij de belegging van de deviezenreserves van de ECB. Binnen deze randvoorwaarden is het deviezenbeheer erop gericht de waarde te maximaliseren.

Eind 2002 bedroegen de netto externe reserves van de € 43,2 miljard tegen € 46,8 miljard eind 2001. Deze wijziging was vooral het gevolg van de appreciatie van de euro gedurende 2002. De ECB heeft de mogelijkheid om de nationale centrale banken van het eurogebied op te roepen tot verdere stortingen van externe reserves onder de voorwaarden die zijn vastgesteld in de secundaire wetgeving van de Europese Gemeenschap (zoals Verordening (EG) nr. 1010/2000 van de Raad van 8 mei 2000 met betrekking tot door de Europese Centrale Bank opgeroepen verdere stortingen van externe reserves).

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

trale banken namens de ECB verrichte transacties kunnen onderscheiden van die welke de nationale centrale banken zelf ten behoeve van het beheer van hun eigen reserves verrichten.

De Raad van Bestuur heeft de valutaverdeling bepaald van de deviezenreserves van de ECB, die voornamelijk uit Amerikaanse dollars bestaan, maar waarin tevens Japanse yen, goud en bijzondere trekkingsrechten zijn opgenomen. De valutaverdeling is gebaseerd op onderzoek naar de optimale valutaverdeling en de verwachte operationele behoeften. De Raad zal deze valutaverdeling indien nodig aanpassen. Conform de goudovereenkomst tussen de centrale banken van 26 september 1999, worden de in goud luidende activa niet actief beheerd door de ECB. In deze overeenkomst wordt onder andere bepaald dat de ondertekenaars hun activiteiten met betrekking tot het uitlenen van goud en met betrekking tot futures en opties niet zullen uitbreiden.

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

Hoewel dit kader vanaf de aanvang naar tevredenheid heeft gefunctioneerd, wordt voortdurend getracht de methodes voor portefeuillebeheer en risicobeheersing te verbeteren. De invoering van het gebruik van geldmarkt- en obligatiefutures bij het beheer van de externe reserves werd – parallel aan de geleidelijke uitbreiding van het scala aan beleggingsinstrumenten en met het oog op het efficiënter innemen van posities – in het eerste kwartaal van 2002 met succes voltooid.

Met betrekking tot zowel de ECB als het Eurosysteem worden maandelijks, met een

vertraging van één maand, gegevens over internationale reserves en valutaliqiditeit op de website van de ECB gepubliceerd (www.ecb.int) conform de Special Data Dissemination Standard van het IMF. Deze gegevens vormen een aanvulling op de geconsolideerde financiële rekening van het Eurosysteem, die wekelijks wordt gepubliceerd op de website van de ECB.

2.3 Het beheer van het eigen vermogen van de ECB

Het hoofddoel van het kapitaal van de ECB is de vorming van een reservefonds voor de ECB om mogelijke verliezen op te vangen. Verder geldt dat bij het beheer van het eigen vermogen van de ECB de doelstelling zou moeten zijn om een hoger rendement te halen dan de gewogen gemiddelde toewijzingsrente bij de basis-herfinancieringstransacties op de lange termijn.

Eind 2002 bedroeg de portefeuille van het eigen vermogen van de ECB € 5,6 miljard tegen € 4,8 miljard eind 2001. Deze wijziging is deels het gevolg van de overdracht van een deel van de totale bedrijfswinst van de ECB over 2001 aan het algemene reservefonds, dat deel uitmaakt van het eigen vermogen. Naast de stijging van het algemene reservefonds, werd de wijziging in de omvang van het eigen vermogen tevens veroorzaakt door de renteinkomsten en de mutatie in de marktwaarde van de tot het eigen vermogen behorende activa.

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

Gezien het doel van het eigen vermogen van de ECB en de bovengenoemde basiscriteria, wordt het eigen vermogen voornamelijk belegd in overheidsobligaties in het eurogebied en een aantal andere hoogwaardige obligaties met onderpand. Bepaalde obligatiederivaten in het eurogebied en rechtstreekse transacties bij het uitlenen van effecten zijn in 1999 aan de lijst van beleenbare activa toegevoegd, terwijl in 2001 een automatisch programma werd ingevoerd voor het uitlenen van effecten bij het beheer van het eigen vermogen. Daarnaast heeft de ECB in 2002 haar vastrentende beleggingen verder uitgebreid met door hoogwaardige niet-publiekrechtelijke entiteiten uitgegeven instrumenten ten einde het risico/rendementsprofiel van de portefeuilles te verbeteren.

2.4 Organisatie van de externe reserves van de ECB en het beheer van het eigen vermogen

In december 2001 heeft de Directie het portefeuillebeheer van de ECB deels gereorganiseerd, waarbij de maatregelen vanaf 1 januari 2002 in werking traden. De activiteiten in verband met de externe reserves en het beheer van het eigen vermogen werden in één gezamenlijke afdeling samengebracht. Deze maatregel diende om de synergiën tussen deze gebieden te optimaliseren en om de Chinese muren te versterken tussen de monetaire-beleidsacties en de beleggingsactiviteiten.

Naast de versterking van de Chinese muren zijn andere maatregelen genomen om te voorkomen dat de beleggingsactiviteiten van de ECB het monetaire beleid van de ECB doorkruisen. Ten eerste wordt niet actief gehandeld in valuta en ten tweede wordt het eigen vermogen op een vrijwel passieve basis beheerd, vooral wanneer het om geldmarkttransacties gaat, om geen signalen af te geven die verkeerd kunnen worden uitgelegd als zijnde monetaire-beleidsignalen.

Naast de bovengenoemde aanpassing van de organisatiestructuur wordt momenteel ook

gewerkt aan verbetering van de efficiëntie van het portefeuillebeheer van de ECB, bijvoorbeeld door de invoering van elektronische handelssystemen. Tevens zijn de functionalitei-

ten van het IT-systeem ten behoeve van het portefeuillebeheer verbeterd, met name op het gebied van gesecuriseerde uitzettingen.

Aken, 9 mei 2002



Willem F. Duisenberg, President van de ECB, neemt namens de euro de Internationale Karel de Grote Prijs van Aken voor 2002 in ontvangst tijdens de prijsuitreiking in het historische stadhuis van Aken

Hoofdstuk III

Risicobeheersing

I Samenvatting

De ECB beschikt over een risicobeheersingskader voor de meting, controle en rapportage van alle risico's die de ECB direct of indirect via de 12 nationale centrale banken van het Eurosysteem loopt bij haar financiële- en beleidstransacties. Deze risicobeheersingsfunctie is er verantwoordelijk voor dat de gedragslijnen, procedures en systemen die de ECB hanteert om deze risico's te beheersen één geheel vormen.

Het risicobeheersingskader richt zich op twee risicocategorieën: die welke verbonden zijn aan de monetaire-beleidstransacties en de transacties in het kader van het betalingsstelsel (voornamelijk door het verschaffen – via het TARGET-systeem – van liquiditeiten binnen de werkdag) en de risico's die gemoeid zijn met de transacties in het kader van het

beheer van de deviezenreserves en het eigen vermogen van de ECB.

Ter vermindering van strijdigheid van belangen en overeenkomstig de aanbevolen procedures loopt van het proces van risicometing, -bewaking en -rapportage bij de ECB, gescheiden van de "risicodragende" functies, een directe rapportagelijijn naar de Directie.

Het risicobeheersingskader van de ECB heeft in 2002 doelmatig gefunctioneerd, zoals het sinds de start van de Monetaire Unie heeft gedaan. Dit succes getuigt van de inzet waarmee de ECB werkt aan de vestiging en handhaving van een sterke, pro-actieve risicobeheersingscultuur, die essentieel is voor de reputatie en geloofwaardigheid van de ECB op de lange termijn.

2 Beleidstransacties

Bij beleidstransacties (te weten, monetaire-beleidstransacties of kredietverlening in het kader van het betalingsverkeer) loopt het Eurosysteem het risico een transactie aan te gaan met een tegenpartij die de betalingsverplichtingen niet kan nakomen. Het Eurosysteem verkleint dit risico door het gebruik van adequaat onderpand als voorwaarde te stellen en zo de verschafte lening te waarborgen. Door het gebruik van onderpand voor de krediettransacties wordt het risico van financiële verliezen als gevolg van het in gebreke blijven van de tegenpartij weliswaar tot een minimum beperkt, maar niet volledig uitgesloten. Het kredietrisico wordt door het gebruik van onderpand omgezet in een markt- en liquiditeitsrisico, met andere woorden, een risico dat het onderpand na een ongunstige marktontwikkeling of een liquiditeitscrisis met verlies wordt gerealiseerd. Het beschikbare risicobeheersingskader strekt tot effectieve beheersing van de potentiële markt- en liquiditeitsrisico's waaraan het Eurosysteem zou kunnen blootstaan bij de realisatie van onderpand toegezegd door een tegenpartij die in een beleidstransactie in gebreke blijft.

Het raamwerk legt tevens een sterke nadruk op de beoordeling van de kredietkwaliteit van het voor beleidstransacties beleenbare onderpand, omdat dit van essentieel belang is voor de beperking van het kredietrisico. Alle activa die als beleenbaar onderpand bij de krediettransacties binnen het Eurosysteem worden gebruikt, moeten voldoen aan bepaalde gemeenschappelijke criteria zoals vastgelegd in het onderpandraamwerk. Een belangrijk beleenbaarheids criterium is dat de bedoelde activa aan hoge kredietnormen moeten voldoen. De risicobeheersingsfunctie van de ECB is verantwoordelijk voor het beoordelen en volgen van de verschillende informatiebronnen waarop het Eurosysteem zich baseert bij de vaststelling van de kredietnormen waaraan financiële activa moeten voldoen om als beleenbaar te worden verklaard. Daarnaast is genoemde functie verantwoordelijk voor de advisering over het minimaal vereiste niveau van kredietwaardigheid van nieuwe categorieën activa die worden aangedragen om te worden opgenomen in de pool van beleenbare activa, die het Eurosysteem kent.

Met het oog op de verschillen in financiële structuur tussen de lidstaten en om interne redenen wordt onderscheid gemaakt tussen twee categorieën beleenbare activa die gebruikt kunnen worden bij de krediettrans-

acties van het Eurosysteem. Deze twee categorieën worden aangeduid als de op de eerste, respectievelijk, tweede lijst opgenomen beleenbare activa (zie Hoofdstuk II).

3 Risicobeheersingskader voor beleidstransacties

Het raamwerk van maatregelen ter beheersing van de risico's die verbonden zijn aan de beleidstransacties van het Eurosysteem kent drie hoofdcomponenten, namelijk de risicobeheersing van onderpand, de waarderinggrondslagen en de kredietrisicobeoordeling van onderpand.

Risicobeheersing van onderpand

Op alle activa die voorkomen op de eerste en tweede lijst en als onderpand dienen bij de door het Eurosysteem verrichte krediettransacties, worden risicobeheersingsmaatregelen toegepast teneinde het Eurosysteem te vrijwaren van verliezen bij gedwongen realisering van onderpand als een tegenpartij in gebreke blijft. Door het onderpand te realiseren, verhaalt het Eurosysteem namelijk de vordering uit hoofde van de verstrekte leningen, maar loopt daarbij markt- en liquiditeitsrisico's die verbonden zijn aan het onderpand. Ook in 2002 had de Eurosysteem ter beheersing van deze risico's de beschikking over initiële marges, surpluspercentages, variatiemarges, limieten ten aanzien van emittenten/debiteuren of garanten en aanvullende garanties. De eerste drie van deze instrumenten werden in genoemde periode ingezet.

Ter verkrijging van een toereikend niveau van risicobeheersing worden, met gebruikmaking van de beste methoden die in de markt voorhanden zijn, parameters geëvalueerd, zoals de huidige en potentiële koersontwikkelingen en de daarmee samenhangende koersvolatiliteiten. Voor de raming van de surpluspercentages die benodigd zijn om het maximale verlies aan marktwaarde uit te drukken dat, uitgaand van historische ontwikkelingen, door het onderpand met een gegeven statistische

betrouwbaarheid gedurende een bepaalde periode kan worden gegenereerd, wordt gebruik gemaakt van VaR-berekeningen. Tot de aanvullende methodes die gebruikt worden om de surpluspercentages te meten, behoren empirische validatie en het vaststellen van stress-scenario's.

Het Eurosysteem past surpluspercentages toe al naar gelang het type activum, de resterende looptijd en de couponstructuur. Hierbij wordt een bepaald percentage in mindering gebracht op de marktwaarde van het activum. Initiële marges worden toegepast op het aan krediet verstrekte bedrag. Symmetrische margestortingen, of variatiemarges, worden verlangd wanneer het onderpand niet voldoet aan de vereiste onderpandswaarde. Margestortingen kunnen ofwel verricht worden door de levering van additionele activa of door middel van contante betalingen.

Op activa van de eerste lijst werden in 2002 wederom drie soorten surpluspercentages toegepast: één voor vastrentende instrumenten, één voor instrumenten met variabele rente en één voor instrumenten met inverse variabele rente. De surpluspercentages die gehanteerd worden voor activa op de tweede lijst weerspiegelen de specifiek met deze categorie samenhangende risico's en zijn minimaal gelijk aan die voor de activa van de eerste lijst. De toepassing van initiële marges en margestortingen op activa van de tweede lijst geschiedt op dezelfde wijze als voor activa van de eerste lijst. Het Eurosysteem kent vier verschillende categorieën surpluspercentages voor de op de tweede lijst opgenomen activa, al naar gelang hun intrinsieke kenmerken en liquiditeit. In 2002 werd gewerkt aan de ontwikkeling van een methode om liquiditeitsrisico tot uitdrukking te doen komen in het

surpluspercentage van op de eerste lijst opgenomen activa.

Waarderingsgrondslagen

De activa worden dagelijks gewaardeerd en de nationale centrale banken berekenen dagelijks de vereiste waarde van de beleenbare activa volgens de door het Eurosysteem aangegeven waarderingsgrondslagen.

Het Eurosysteem bepaalt de waarde van op de eerste en tweede lijst opgenomen activa aan de hand van koersinformatie ontleend aan één daartoe aangewezen markt. Hiermee stelt het de meest representatieve koers op de referentiemarkt vast. Deze bron van referentievoeten wordt gebruikt om onderpand te waarderen met behulp van de marktwaardemethode. Bij notering van meer dan één koers, geldt de laagste. Voor niet-verhandelbare, op de tweede lijst opgenomen activa of voor verhandelbare activa die normaliter niet worden verhandeld en zich derhalve niet lenen voor waardebepaling op basis van de marktwaarde, wordt een waardeberekening toegepast op basis van een methode waarbij verwachte kasstromen tegen de contante waarde worden verdisconteerd. Dit gebeurt op basis van een nulcouponcurve, waarbij speciaal rekening wordt gehouden met verschillen in kredietrisico tussen de emittenten door middel van een renteopslag. In 2002 is een begin gemaakt met de optimalisering van de waarderingsmethoden om te voldoen aan de behoefte aan dagelijkse waardebepaling van onderpand op basis van representatieve waarderingsmethoden. Het beoogde waarderingsstelsel is met name gericht op verbetering van theoretische waarderingsmethoden en op controles die bedoeld zijn om erop toe te zien dat, bij gebruik van marktvoeten als basis, de waardering representatief is.

Kredietrisicobeoordeling

Om als onderpand te kunnen dienen bij de krediettransacties van het Eurosysteem moeten activa aan hoge normen van krediet-

waardigheid voldoen. Dergelijke activa zijn benodigd ter beperking van het kredietrisico van de tegenpartij die liquiditeit leent van het Eurosysteem. Als met een bepaald activum geen debiteurenrisico gemoeid is (zoals in het geval van overheidsobligaties), is gebruik daarvan als onderpand een middel om het kredietrisico om te zetten in een marktrisico (dat beheerst wordt met de maatregelen als boven beschreven); immers, om zijn positie te garanderen levert de tegenpartij een activum dat vrij is van debiteurenrisico. Zelfs wanneer het onderpand zelf niet zonder debiteurenrisico is (zoals het geval is bij bedrijfsobligaties), wordt het kredietrisico aanzienlijk beperkt als de kredietwaardigheid van de obligaties voldoende hoog is.

Voor de beoordeling van de kwaliteit van de schuldbewijzen houdt de ECB onder meer rekening met de beschikbare beoordelingen van kredietwaardigheid door commerciële kredietbeoordelingsbureaus, met de resultaten van de kredietbeoordelingssystemen van de nationale centrale banken en met bepaalde institutionele criteria die een zeer hoge mate van bescherming bieden aan de houders van schuldbewijzen, garanties inbegrepen. Het Eurosysteem accepteert geen schuldbewijzen als onderliggende activa die zijn uitgegeven of gegarandeerd door de tegenpartij of een andere entiteit waarmee de tegenpartij nauwe banden onderhoudt. Het Eurosysteem beoordeelt de beleenbare activa voortdurend op kredietwaardigheid om te controleren of deze gelijk is aan ten minste het minimaal vereiste niveau van financiële soliditeit.

De ECB fungeert binnen het Eurosysteem als de beoordelaar van de analyses op basis waarvan kredietbeoordelaars onderpand waarderen. De ECB hanteert hierbij een aantal criteria, waarvan de belangrijkste kenmerken onafhankelijkheid en geloofwaardigheid zijn. De ECB beoordeelt tevens de door de kredietbeoordelingssystemen van de nationale centrale banken geleverde waarderingsmethoden en, van tijd tot tijd, die van de nationale kredietbeoordelingsinstellingen die activa van de tweede lijst van een rating voorzien. In 2002 zette de ECB haar inspanningen voort om tot

een verbetering te komen van de vergelijkbaarheid van de voor de beoordeling van onderpand gebruikte bronnen van kredietbeoordeling alsook van de beoordeling van nieuwe

bronnen van informatie; dit met het oog op de te verwachten gevolgen van de voorstellen van het Bazelse Comité met betrekking tot het nieuwe Bazelse Kapitaalakkoord.

4 Beleggingstransacties

De ECB kent twee soorten beleggingen. Ten eerste, een portefeuille die bestaat uit externe reserves in de vorm van deviezen, goud en bijzondere trekkingsrechten. Ten tweede, een portefeuille bestaand uit beleggingen in euro (het "eigen vermogen" van de ECB). Door deze beleggingsactiviteiten staat de ECB bloot aan verscheidene risico's. Bij beleggingstransacties loopt de ECB marktrisico's als gevolg van een ongunstig beloop van de rentetarieven, de wisselkoersen en de koersen van andere activa, zoals goud. Daarnaast loopt de ECB een liquiditeitsrisico. Dit risico vormt een belangrijk punt van aandacht bij het beheer van de deviezenportefeuille, die in eerste instantie bedoeld is om een ruime hoeveelheid liquide middelen beschikbaar te hebben voor het verrichten van mogelijke interventies op de valutamarkten. Ten slotte staan de beleggingen van de ECB bloot aan kredietrisico. De gedragslijnen, de systemen en de instrumenten ter beheersing van deze risico's zijn vastgelegd in het risicobeheersingskader waarvan de ECB zich bij beleggingstransacties bedient.

De deviezenreserves luiden in Amerikaanse dollar en Japanse yen en worden door de

ationale centrale banken van het Euro-systeem ten behoeve van de ECB beheerd. Deze portefeuille wordt in eerste instantie aangehouden met het oog op mogelijke interventies op de valutamarkten. In overeenstemming met de Goudovereenkomst tussen de Centrale Banken van 26 september 1999 worden de goudposities niet actief beheerd.

Het eigen vermogen van de ECB (de eigen portefeuille) wordt beheerd door een team van portefeuillebeheerders bij de ECB. Deze beleggingen zijn bedoeld om de ECB te voorzien van een reserve om mogelijke verliezen op te vangen en over de lange termijn een rendement te genereren op het belegd vermogen, dat de gemiddelde basis-herfinancieringsrente van de ECB te boven gaat.

De ECB is voor haar financiële gezondheid en reputatie afhankelijk van een goed beheer van de beleggingsportefeuille en beschikt daartoe over een risicobeheersingsstructuur die gescheiden is van de "risicodragende" functies. De onafhankelijkheid van deze risicobeheersingsfunctie is ingebouwd in de organisatiestructuur van de ECB.

5 Het risicobeheersingskader voor beleggingstransacties

Het kader voor de beheersing van de risico's die samenhangen met de beleggingsportefeuille van de ECB bestaat uit drie onderling verbonden onderdelen, te weten risicobeheersing, de analyse van beleggingsresultaten en een analytisch kader voor activaverdeling.

Risicobeheersing

Aangezien de ECB blootstaat aan markt-, krediet en liquiditeitsrisico's, wordt de hoogte

van deze risico's dagelijks bekeken alsook de mate waarin aan de desbetreffende parameters wordt voldaan. Deze onafhankelijke controle is een integrerend onderdeel van het beleggingskader. De belangrijkste maatstaven die worden gehanteerd op het gebied van marktrisico zijn de zogeheten "modified duration" en Value-at-Risk. Onderdeel van het kredietbeheersingskader van de ECB is de beoordeling of aan een reeks beperkingen met betrekking tot de tegenpartij en de kwaliteit van activa is voldaan. Alle daarvoor in

aanmerking komende tegenpartijen dienen te beantwoorden aan minimale rating-criteria en bepaalde operationele vereisten. Het liquiditeitsprofiel van de beleggingen wordt eveneens dagelijks gecontroleerd. De ECB kent duidelijke procedures voor de melding en aanpak van inbreuk op de regels van het kader.

In 2002 heeft de ECB verder gewerkt aan de ontwikkeling van een uitgebreid softwareplatform waarin alle applicaties op het gebied van risicobeheer worden samengebracht en dat als aanvulling dient op het huidige systeem voor valuta- en middelenbeheer. En, ten slotte, aangezien haar beleggingshorizon is verruimd, is de ECB, overeenkomstig de ontwikkelingen in het vermogensbeheer, begonnen VaR-limieten vast te stellen en toe te kennen aan portefeuillebeheerders. De toepassing hiervan stelt nieuwe eisen aan zowel de risico- als de portefeuillebeheerders.

Analyse van beleggingsresultaten

Resultaatmeting en -analyse vormen een belangrijk onderdeel van het risicobeheer. Van alle portefeuilles worden de maandresultaten berekend. Daarnaast worden halfjaarlijks en jaarlijks nader uitgewerkte, analytische rapporten opgesteld en voorgelegd aan de Raad van Bestuur.

Ook de factoren die ten grondslag liggen aan de beleggingsresultaten, afgemeten aan de beleggingscriteria, worden vastgesteld en vormen als zodanig zinvolle informatie voor de portefeuillebeheerders. Door aggregatie van deze gegevens over langere termijnen kunnen beter uitgewerkte gevolgtrekkingen worden gemaakt. Deze analyse is mogelijk ook van nut voor beleidsmakers bij hun besluitvorming omtrent eventuele wijziging van het beleg-

gingskader. Tevens wordt het gebruik van diverse categorieën activa en verschillende crediteurposities geanalyseerd omwille van de inzichtelijkheid van de resultaten. De ECB is bezig het systeem voor de analyse van de beleggingsresultaten verder te verbeteren en verfijnen. Dit zal ten goede komen aan de kwaliteit van de ex post analyse van de beleggingsresultaten, en beleidsmakers in staat stellen om duidelijke tendensen en patronen te herkennen.

Analytisch kader voor activaverdeling

Dit kader voor activaverdeling vormt de hoeksteen van het beleggingsbeleid van de ECB. Dit kader is in eerste instantie gericht op een optimale verdeling van de deviezenreserves en de activa per deviezenportefeuille. Deze doelstellingen vinden hun weerslag in strategische beleggingscriteria die dienen om de door de ECB gewenste risico-rendementverhouding op de lange termijn te weerspiegelen. Zij zijn van cruciaal belang voor de ECB omdat vooral deze criteria bepalend zijn voor het te behalen rendement.

Het kader voor de activaverdeling strekt ertoe het rendement binnen vooraf overeengekomen beperkingen te maximaliseren. De ECB heeft veel middelen ingezet voor de ontwikkeling van de bij de activaverdeling gebruikte methodiek. Voor het verslag van 2002 werd een speciaal daartoe ontwikkeld econometrisch model gebruikt om het te verwachten rendement op de verschillende categorieën activa af te leiden. Dit model is bestemd voor gebruik bij de verschillende optimaliseringsoefeningen. Gegeven het belang van de activaverdelingsoefening voor de ECB, wordt de bewuste methodiek regelmatig beoordeeld en continu verbeterd.



13 mei 2002



Bezoek van jongeren aan de ECB

Hoofdstuk IV

Economische ontwikkelingen in de andere landen van de Europese Unie

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

Denemarken

De Deense economie gaf in 2002 een matige opleving te zien, waarbij het reële bbp groeide

met 1,6%, tegen 1,4% in 2001 (zie Tabel 11). De reële bbp-groei werd in 2002 voornamelijk gedragen door de binnenlandse vraag, met name door de particuliere consumptie, die toenam in overeenstemming met het hogere reële beschikbare inkomen. Het uit 1998 daterende Whitsun-pakket, een reeks belastinghervormingen die hoofdzakelijk bedoeld waren om de particuliere besparingen te verhogen, werd in 2002 volledig ten uitvoer gelegd. De ontwikkelingen van de reële huizenprijzen hadden geen doorslaggevende invloed op de particuliere consumptie, terwijl de daling van de aandelenkoersen een beperkt negatief vermogenseffect uitoefende. De investeringen in vaste activa, in het bijzonder in transportmiddelen en machines, en de overheidsconsumptie droegen tijdens het verslagjaar ook aan de groei bij. Hoewel de bijdrage van de netto-uitvoer aan de reële bbp-groei in 2002 afnam, is de aanhoudende hausse van de uitvoer opmerkelijk, gelet op de

Tabel 11

Macro-economische indicatoren voor Denemarken

(mutaties in procenten per jaar, tenzij anders aangegeven)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2002 kw 1	2002 kw 2	2002 kw 3	2002 kw 4
Reëel bbp	3,0	2,5	2,6	2,8	1,4	1,6	1,2	3,0	1,1	0,9
<i>Bijdrage tot de reële bbp-groei: ¹⁾</i>										
Reële binnenlandse vraag, met inbegrip van de voorraden	4,6	3,9	0,1	1,9	0,7	1,0	0,8	1,5	1,1	0,8
Netto-uitvoer	-1,7	-1,4	2,6	0,9	0,7	0,5	0,5	1,6	-0,0	0,1
HICP	1,9	1,3	2,1	2,7	2,3	2,4	2,5	2,1	2,4	2,7
Loonsom per werknemer	3,2	3,3	3,6	3,5	5,0	3,4	4,5	3,4	2,8	3,1
Arbeidskosten per eenheid product, gehele economie	1,8	2,5	2,4	1,7	3,4	1,1	2,3	0,5	0,9	0,8
Invoerdeflator (goederen en diensten)	2,2	-2,5	-2,4	9,6	2,5	-0,6	1,4	-1,7	-1,3	-0,9
Lopende plus nieuwe kapitaalrekening (% bbp) ²⁾	0,5	-0,9	2,4	1,5	3,1	2,9	2,7	3,3	3,8	1,8
Totale werkgelegenheid	1,3	1,6	1,2	0,9	-0,3	-0,7	-0,9	0,1	-0,8	-1,4
Werkloosheidsgraad (% beroepsbevolking)	5,3	4,9	4,8	4,4	4,3	4,5	4,3	4,4	4,6	4,7
Begrotingssaldo (% bbp) ^{3), 4)}	0,4	1,1	3,3	2,6	2,8	1,9	.	.	.	.
Geconsolideerde brutoschuld (% bbp) ³⁾	61,2	56,2	53,0	47,4	45,4	45,2	.	.	.	.
Driemaands rente (% per jaar) ⁵⁾	3,7	4,1	3,3	4,9	4,6	3,5	3,6	3,7	3,5	3,2
Rendement op tienjaars overheidsobligaties (% per jaar) ⁵⁾	6,3	4,9	4,9	5,6	5,1	5,1	5,2	5,4	4,9	4,7
Wisselkoers t.o.v. de ecu of de euro ^{5), 6)}	7,48	7,50	7,44	7,45	7,45	7,43	7,43	7,43	7,43	7,43

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

1) Procentpunten.

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

3) Overeenkomstig de definitie van het verdrag van Maastricht.

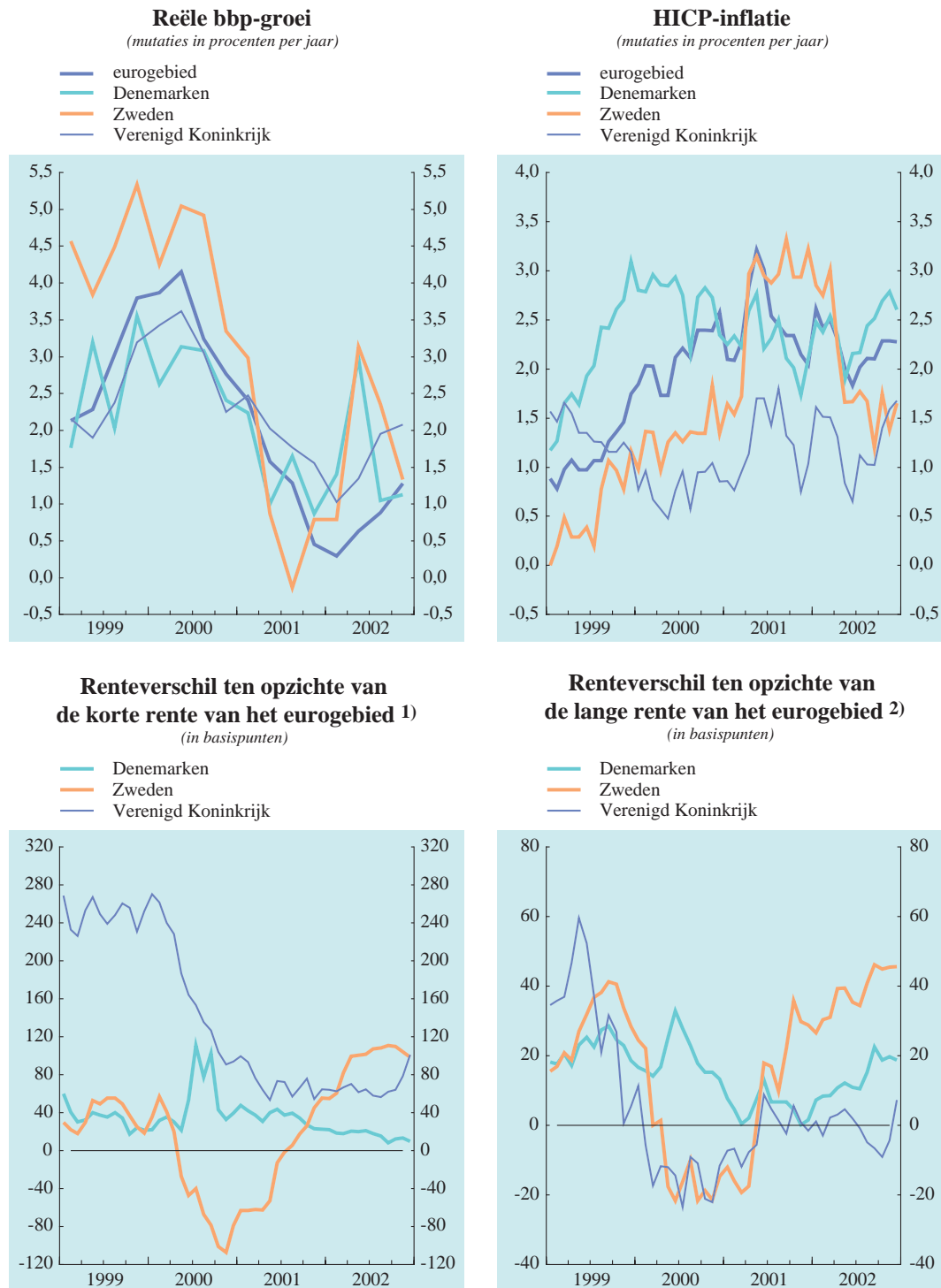
4) Overheids-surplus (+) of -deficit (-).

5) Gemiddelden per periode.

6) Nationale munteenheden per ecu tot eind 1998; daarna ten opzichte van de euro.

Grafiek 3 I

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



Bronnen: ECB en Eurostat.

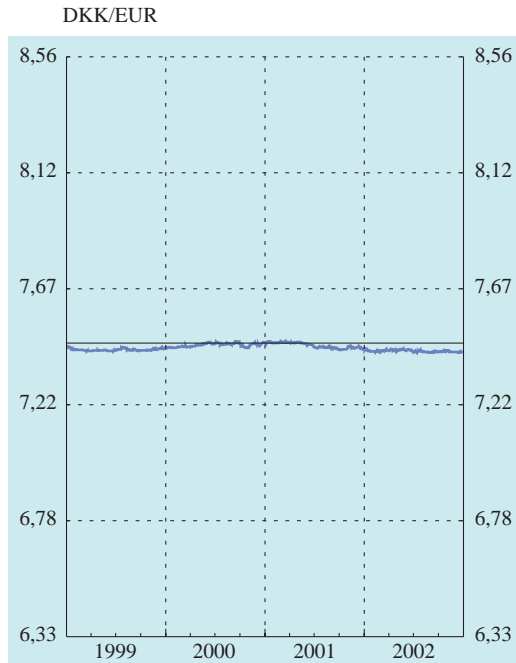
1) Voor de niet-eurolanden: driemaands interbancaire rente; voor het eurogebied: driemaands EURIBOR.

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

Grafiek 32

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

Deense kroon



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

Zweedse kroon



Brits pond



slabakkende wereldvraag. De werkloosheidsgraad bleef laag op 4,5%.

Tegen de achtergrond van een krappe arbeidsmarkt en hogere energieprijzen lag de HICP-inflatie gedurende het grootste deel van het jaar rond 2,4%, afgezien van een piek van 2,8% in november. De gemiddelde jaarlijkse HICP-inflatie was hoger dan die in het eurogebied, vooral ten gevolge van een stijging van de prijzen voor onderwijs en andere diensten (zie Grafiek 31). Een verhoging van het arbeidsaanbod blijft belangrijk om de loondruk te helpen verlichten, hoewel de stijgingen van de arbeidskosten per eenheid product geringer waren dan in 2001, wat grotendeels te danken was aan het herstel van de arbeidsproductiviteit. Uit de ontwikkelingen van de reële effectieve wisselkoersen blijkt dat het concurrentievermogen van Denemarken ten opzichte van het eurogebied in 2002 overwegend stabiel bleef.

De overheidsfinanciën bleven in 2002 gezond. Het begrotingsoverschot bedroeg 1,9% bbp, één procentpunt minder dan het jaar voordien. Zowat de helft van die vermindering is toe te schrijven aan het effect van de verrekening van de pensioenhervorming. Bovendien zijn de inkomsten uit de vennootschapsbelasting matig gedaald. De overheidsschuld bleef licht teruglopen, namelijk van 45,4% bbp in 2001 tot 45,2% in 2002. In de bijlage bij het bijgewerkte Deense convergentieprogramma wordt gemikt op begrotingsoverschotten van respectievelijk 1,9% en 2,4% bbp in 2003 en 2004. Het saldo voor 2003 ligt 0,2 procentpunt lager dan gepland in het vorige convergentieprogramma, grotendeels als gevolg van statistische herzieningen en een hogere werkloosheid. De bruto schuldquote zal naar verwachting teruglopen tot 42,1% bbp in 2003 en 39,2% in 2004.

Denemarken is momenteel het enige land dat deelneemt aan ERM II en zette het vastewisselkoersbeleid ten opzichte van de euro voort, met behoud van een smalle band van $\pm 2,25\%$ ten opzichte van zijn ERM II-spilkoers van DKK 7,46038 tegenover de euro. De ontwikkelingen van de officiële rentetarieven en

de korte marktrente moeten in de eerste plaats worden gezien tegen de achtergrond van de rentebeslissingen van de ECB en het wisselkoersverloop van de kroon tegenover de euro. De Deense kroon noteerde in de loop van 2002 steeds zeer licht boven haar spilkoers in het ERM II (zie Grafiek 32). Op 29 augustus bereikte de kroon ten opzichte van de euro haar hoogste koers van het jaar (DKK 7,424). De deviezenreserves stegen tot hun hoogste peil in het derde kwartaal van 2002 en namen tegen het einde van het jaar ietwat af. De recente sterkte van de kroon is onder meer het gevolg van de verkoop van buitenlandse aandelen door Deense pensioenfondsen teneinde hun totale risicopeil terug te schroeven in het licht van de dalingen van de mondiale aandelenkoersen.

In 2002 verlaagde Danmarks Nationalbank vier maal haar beleningsrente, wat leidde tot een daling van het ecart met de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties van de ECB tot 20 basispunten. Gelet op een aanzienlijke invoer van buitenlands kapitaal verlaagde Danmarks Nationalbank haar beleningsrente met 0,05 procentpunt op 1 februari, 9 augustus en 30 augustus, waardoor ze die rente terugschroefde van 3,60% tot 3,45%. Op 5 december werd de beleningsrente met 0,5 procentpunt verlaagd, in navolging van de even grote verlaging van de basisrente van de ECB tot 2,95%. De korte rente in Denemarken daalde in de loop van 2002 iets sterker dan in het eurogebied, waardoor het ecart tussen de Deense korte marktrente en die van het eurogebied vernauwde tot zowat 10 basispunten in december (zie Grafiek 31). De rendementen op langlopende obligaties schommelden rond een gemiddelde van 5,1%, terwijl het ecart ten opzichte van het eurogebied later in het jaar toenam tot vrijwel 20 basispunten.

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

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2002 kw 1	2002 kw 2	2002 kw 3	2002 kw 4
Reëel bbp	2,4	3,6	4,6	4,4	1,1	1,9	0,8	3,1	2,4	1,3
<i>Bijdrage tot de reële bbp-groei: ¹⁾</i>										
Reële binnenlandse vraag, met inbegrip van de voorraden	1,0	3,9	3,0	3,4	0,0	0,6	-1,9	0,5	1,8	2,0
Netto-uitvoer	1,4	-0,3	1,5	0,9	1,1	1,3	2,7	2,7	0,5	-0,6
HICP	1,8	1,0	0,6	1,3	2,7	2,0	2,9	1,9	1,5	1,6
Loonsom per werknemer	4,7	2,6	1,2	7,0	5,0	3,9	5,1	3,6	3,7	3,1
Arbeidskosten per eenheid product, gehele economie	0,9	0,5	-1,1	5,0	5,8	2,1	4,7	0,8	1,4	1,7
Invoerdeflator (goederen en diensten)	0,7	-0,5	1,1	4,5	4,7	0,4	2,0	0,4	-0,1	-0,7
Lopende plus nieuwe kapitaalrekening (% bbp) ²⁾	.	3,6	2,6	3,8	3,8	4,2	5,5	5,3	4,1	1,8
Totale werkgelegenheid	-1,1	1,5	2,2	2,2	2,0	0,1	0,2	0,1	-0,0	0,0
Werkloosheidsgraad (% beroepsbevolking)	9,9	8,2	6,7	5,6	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	5,1
Begrotingssaldo (% bbp) ^{3), 4)}	-1,5	1,9	1,5	3,4	4,5	1,2	.	.	.	.
Geconsolideerde brutoschuld (% bbp) ³⁾	73,1	70,5	62,7	52,8	54,4	52,4	.	.	.	.
Driemaands rente (% per jaar) ⁵⁾	4,4	4,4	3,3	4,1	4,1	4,3	4,0	4,5	4,4	4,1
Rendement op tienjaars overheidsobligaties (% per jaar) ⁵⁾	6,6	5,0	5,0	5,4	5,1	5,3	5,4	5,6	5,2	5,0
Wisselkoers t.o.v. de ecu of de euro ^{5), 6)}	8,65	8,91	8,81	8,45	9,25	9,16	9,16	9,16	9,23	9,10

*Bronnen: Eurostat, Europese Commissie, nationale gegevens en berekeningen van de ECB.**1) Procentpunten.**2) De kwartaalgegevens zijn noch voor seizoenen noch voor het aantal werkdagen gezuiverd.**3) Overeenkomstig de definitie van het verdrag van Maastricht.**4) Overheidssurplus (+) of -deficit (-).**5) Gemiddelden per periode.**6) Nationale munteenheden per ecu tot eind 1998; daarna ten opzichte van de euro.***Zweden**

De reële bbp-groei in Zweden nam in 2002 toe tegen de achtergrond van mondiale vertraging en zwakke financiële markten (zie Grafiek 31). Het reële bbp groeide met 1,9%, tegen 1,1% in 2001 (zie Tabel 12). De reële bbp-groei werd in de eerste helft van 2002 hoofdzakelijk ondersteund door de netto-uitvoer. De uitvoergroei, die eind 2001 en begin 2002 aan kracht had gewonnen, vertraagde in de loop van het jaar als gevolg van het zwakke mondiale herstel. Niettemin is de bijdrage van de netto-uitvoer aan de groei in het verslagjaar als geheel gestegen door de zwakkere invoergroei. In de tweede helft van 2002 herstelde de particuliere consumptie zich goed, ondanks de forse daling van de aandelenkoersen in de zomer. Dit valt grotendeels te verklaren door het hogere reële

beschikbare inkomen dat het resultaat was van belastingverminderingen, lage rentetarieven, stijgende huizenprijzen en een geringe werkloosheid. Ook de overheidsconsumptie en de overheidsinvesteringen namen in de tweede helft van het jaar aanzienlijk toe. De particuliere investeringen en de industriële activiteit bleven echter het hele jaar lang doorgaans gematigd. De voorraadwijzigingen leverden een licht negatieve bijdrage aan de reële bbp-groei voor 2002 als geheel. De werkgelegenheidsgroei vertraagde aanmerkelijk, hoewel hij relatief hoog bleef in de bouwnijverheid en de overheidssector. Het totale aantal gewerkte uren verminderde deels ten gevolge van een snelle toename van de afwezigheden wegens ziekte. De werkloosheidsgraad bedroeg tijdens het hele jaar nagenoeg 5%.

De inflatie op jaarbasis, zoals gemeten aan de hand van de HICP, de CPI en de UNDIX¹, nam in 2002 verder af (zie Grafiek 31). Deze daling weerspiegelde zowel basiseffecten die verbonden waren aan prijsstijgingen in 2001, als een verminderende kostendruk. De gemiddelde HICP-inflatiegraad op jaarbasis daalde van 2,7% in 2001 tot 2,0% in 2002, terwijl de CPI met 2,4% toenam, tegen 2,6% in 2001.² De groei van de arbeidskosten per eenheid product vertraagde van 5,8% in 2001 tot 2,1%, grotendeels dankzij het herstel van de arbeidsproductiviteit.

Het begrotingsoverschot van de overheid verminderde drastisch van 4,5% bbp in 2001 tot 1,2% bbp in 2002. Belastingverminderingen ten belope van ongeveer 1% bbp, enkele hogere uitgaven en de effecten op de begroting van een lager dan trendmatige bbp-groei droegen aan die daling bij, net als het achterwege blijven van positieve overloopeffecten van voorgaande jaren, die de begrotingsresultaten in 2001 sterk hadden beïnvloed. De schuldquote daalde van 54,4% in 2001 tot 52,4% in 2002. Het bijgewerkte convergentieprogramma van Zweden mikt op begrotingsoverschotten van respectievelijk 1,5% en 1,6% bbp in 2003 en 2004. Dit overschot is nog steeds in overeenstemming met de Zweedse begrotingsregel om tijdens de conjunctuurcyclus een overschot van zowat 2% te handhaven, dankzij de hogere overschotten in de voorgaande jaren. De laatste fase van de hervorming van de inkomstenbelasting werd echter opgeschort om een lager overschot te vermijden. De schuldquote zal naar verwachting teruglopen tot 50,9% in 2003 en 49,3% in 2004.

De Sveriges Riksbank voert een flexibel wisselkoersbeleid. Haar monetaire-beleidsvoering berust op een expliciete inflatiedoelstelling, namelijk een stijging van de CPI-inflatie met 2%, met een tolerantie van ± 1 procentpunt. De Zweedse centrale bank verhoogde de repo-rente zowel op 19 maart als op 26 april 2002 met 0,25 procentpunt, tot 4,25%, tegen de achtergrond van een relatief hoge capaciteitsbezetting en gunstige vooruitzichten op een herstel van de wereldecono-

mie, waardoor het risico op een overschrijding van de inflatiedoelstelling van 2% toenam. In de herfst verlaagde de Sveriges Riksbank echter – naar aanleiding van de forse dalingen op de aandelenmarkten, de toegenomen onzekerheid omtrent het mondiale herstel en de matige industriële activiteit – de repo-rente op 15 november en 5 december 2002 telkens met 0,25 procentpunt, wegens het grotere risico dat de toekomstige inflatie onder de doelstelling zou uitkomen. Als gevolg van die wijzigingen van de officiële rente bleef het ecart tussen de korte geldmarktrente in Zweden en die in het eurogebied in de eerste helft van 2002 vergroten, tot zowat 100 basispunten, terwijl het in de tweede jaarhelft overwegend stabiel bleef (zie Grafiek 31). De lange rente volgde gedurende het hele jaar de ontwikkelingen op de mondiale obligatiemarkten en het renteververschil met het eurogebied nam licht toe, tot ongeveer 50 basispunten eind 2002. De kroon, waarvan de wisselkoers ten opzichte van de euro in 2002 schommelde tussen SEK 9 en SEK 9,5, werd regelmatig beïnvloed door ontwikkelingen op de financiële markten en speculatie over de invoering van de euro door Zweden (zie Grafiek 32). De kroon noteerde eind 2002 zowat 1,5% steviger ten opzichte van de euro dan bij het begin van het jaar.

Verenigd Koninkrijk

In het verlengde van een aanzienlijke vertraging van de wereldeconomie liep de gemiddelde reële bbp-groei in het Verenigd Koninkrijk in 2002 terug tot 1,6%, tegen 2,0% in 2001 (zie Tabel 13). Na een matig groeitempo aan het begin van 2002 gaf de economie in het Verenigd Koninkrijk tijdens de rest

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

² De reden voor het toegenomen verschil tussen de CPI en de HICP in Zweden is de invoering van een maximumprijs voor kinderopvang, een component die vanaf 1 januari 2002 opgenomen is in de HICP, maar niet in de CPI, waardoor de HICP-inflatie zowat 0,4 procentpunt lager uitvalt.

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

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2002 kw 1	2002 kw 2	2002 kw 3	2002 kw 4
Reëel bbp	3,4	2,9	2,4	3,1	2,0	1,6	1,0	1,3	2,0	2,1
<i>Bijdrage tot de reële bbp-groei: ¹⁾</i>										
Reële binnenlandse vraag, met inbegrip van de voorraden	4,0	5,1	3,8	4,1	2,6	2,6	2,6	1,9	2,6	3,1
Netto-uitvoer	-0,5	-2,2	-1,4	-1,1	-0,6	-1,0	-1,6	-0,6	-0,7	-1,0
HICP	1,8	1,6	1,3	0,8	1,2	1,3	1,5	0,9	1,1	1,6
Loonsom per werknemer	4,3	5,3	4,0	4,7	5,2	.	2,8	3,2	.	.
Arbeidskosten per eenheid product, gehele economie	2,8	3,5	3,1	2,9	4,0	.	2,4	2,6	.	.
Invoerdeflator (goederen en diensten)	-7,1	-6,2	-2,5	0,7	-0,1	.	-3,6	-2,8	-1,3	.
Lopende plus nieuwe kapitaalrekening (% bbp) ²⁾	-0,1	-0,5	-2,1	-1,8	-1,5	.	-0,5	-1,9	-0,2	.
Totale werkgelegenheid	2,0	1,2	1,5	1,3	0,8	.	0,6	0,8	.	.
Werkloosheidsgraad (% beroepsbevolking)	6,9	6,2	5,9	5,4	5,0	.	5,1	5,1	5,2	.
Begrotingssaldo (% bbp) ^{3), 4)}	-2,2	0,2	1,1	1,6	0,8	-1,4	.	.	.	.
Geconsolideerde brutoschuld (% bbp) ³⁾	50,8	47,7	45,1	42,1	39,0	38,6	.	.	.	.
Driemaands rente (% per jaar) ⁵⁾	6,8	7,3	5,4	6,1	5,0	4,0	4,0	4,1	3,9	3,9
Rendement op tienjaars overheidsobligaties (% per jaar) ⁶⁾	7,1	5,6	5,0	5,3	5,0	4,9	5,1	5,3	4,7	4,5
Wisselkoers t.o.v. de ecu of de euro ⁷⁾	0,69	0,67	0,66	0,61	0,62	0,63	0,61	0,63	0,64	0,64

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

1) Procentpunten.

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

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

4) Kalenderjaarramingen. Overheids-surplus (+) of -deficit (-).

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

6) Gemiddelden per periode. Bron: BIB.

7) Gemiddelden per periode. Nationale munteenheden per ecu tot eind 1998; daarna ten opzichte van de euro.

van het jaar echter een sterkere groei te zien, vooral onder de impuls van de particuliere consumptie en de overheidsuitgaven.

In vergelijking met het jaar voordien bleef de groei van de reële gezinsconsumptie in 2002 overwegend stabiel op 3,9%, ondanks een vertraging in de toename van het reële beschikbare inkomen en de daling van de aandelenkoersen. De groei van de particuliere consumptie bleef hoog dankzij de snellere aanwas van de huizenprijzen, de aanhoudende stijging van de werkgelegenheid en de krachtige kredietexpansie. De productiegroei werd tevens geschaagd door een versnelling van de overheidsconsumptie van 2,3% in 2001 tot 4,2% in 2002, wat grotendeels overeenstemde met de uitgavendoelstellingen van de overheid. De groei van de brutovorming van vast kapitaal daalde met 4,5%, na een stijging met 0,8% in 2001. Het broze vertrouwen in de vooruitzichten voor de buitenlandse vraag

en een toename van de kapitaalkosten ten gevolge van de koersverliezen op de mondiale aandelenmarkten verminderden waarschijnlijk het enthousiasme van de bedrijven om hun kapitaaluitgaven te verhogen. De daling van de bedrijfsinvesteringen werd gedeeltelijk gecompenseerd door een versnelling van de overheidsinvesteringen, wat het streven naar een verbetering van de kapitaalvoorraad van de overheidssector weerspiegelde. Voor het zevende jaar op rij leverde de netto-uitvoer in 2002 een negatieve bijdrage aan de reële bbp-groei (1,0 procentpunt). De uitvoer liep met 1,4% terug, na een stijging met 0,9% in 2001. De samenstelling van de groei van de totale vraag beperkte echter nog steeds de invoergroei, die in 2002 vertraagde tot 1,2%.

Al met al vertoonde de arbeidsmarkt een grotendeels stabiel beeld, waarbij de werkloosheidsgraad in 2002 opliep tot 5,2%. De totale werkgelegenheid bleef ongeveer even snel

toenemen als in 2001, dankzij een forse groei van het aantal banen in de overheidssector. De conjunctuurvertraging in 2001 en begin 2002 lijkt de arbeidsmarkt te hebben beïnvloed via een vermindering van het aantal gewerkte uren en een tragere groei van de loonsom per werknemer.

Nagenoeg het hele jaar door bleef de RPIX-inflatie onder het door de regering gestelde doel van 2,5%, met een gemiddelde van 2,2%, wat globaal vergelijkbaar was met het jaar voordien.³ De RPIX-inflatie overschreed in november en december echter de doelstelling als gevolg van stijgingen van de benzineprijzen en van de woonlastencomponent. De HICP-inflatie, die gedurende het hele jaar gemiddeld 1,3% bedroeg, lag aanzienlijk lager dan de RPIX-inflatie, gedeeltelijk doordat de sterk toenemende woonlastencomponent van de RPIX niet in de HICP-index vervat is. De ontwikkelingen van de diensten- en de goederenprijzen liepen in 2002 verder uiteen. De toename van de dienstenprijzen versnelde, terwijl de zwakke vraag en de sterke concurrentie op de mondiale markten een neerwaartse druk bleven uitoefenen op de prijzen van de meer blootgestelde goederensectoren. Terzelfder tijd bleef de gemiddelde jaarlijkse groei van de arbeidskosten per eenheid product in de economie als geheel grotendeels stabiel ten opzichte van het jaar voordien. Al met al lijkt de kostendruk veeleer gematigd te zijn gebleven.

Na de aanzienlijke verbetering van de overheidsbegroting in de voorgaande jaren begon het overschot terug te lopen, tot 0,8% bbp in 2001; het evolueerde verder naar een tekort van 1,4% bbp in 2002. Die inkringing was toe te schrijven aan een aanzienlijke stijging van de overheidsuitgaven, die bijdroeg tot een expansief begrotingsbeleid, en aan een scherpe daling van de inkomsten uit directe

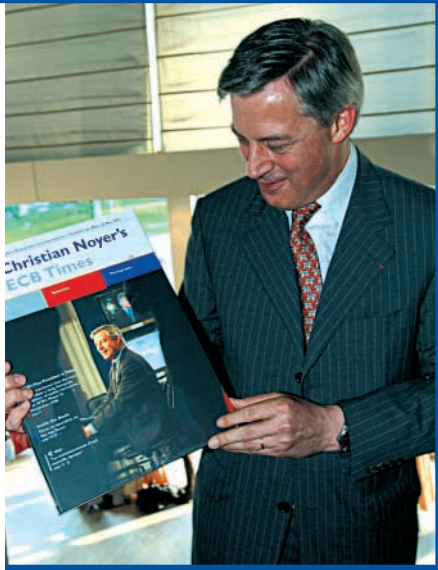
belastingen. Vooral de inkomsten uit de vennootschapsbelasting waren lager dan verwacht, in het bijzonder voor de sector van de financiële dienstverlening. De schuldquote is licht gedaald, namelijk van 39% in 2001 tot 38,6% in 2002. Het bijgewerkte convergentieprogramma beoogt een begrotingstekort van respectievelijk 1,8% en 2,2% bbp in 2002/03 en 2003/04. De bruto schuldquote zou naar schatting ietwat toenemen van 37,9% bbp in 2002/03 tot 38,8% in 2003/04.

De Bank of England voert haar monetaire beleid in het kader van een vlottende wisselkoers en een expliciete inflatiedoelstelling, die door de regering werd bepaald op een jaarlijkse stijging van de RPIX met 2,5%. In 2002 bleef de officiële repo-rente onveranderd op 4,0%. In februari 2003 werd die rente verlaagd tot 3,75%. Het korte-renteverschil ten opzichte van het eurogebied schommelde gedurende heel 2002 rond 60 basispunten; in december steeg het enigszins nadat de ECB haar basisrentetarieven had verlaagd (zie Grafiek 31). De rendementen op tienjaars overheidsobligaties bewogen rond hun peil van 2001 en sloten het jaar op een iets hoger niveau af dan die van het eurogebied. De wisselkoers van het pond sterling ging in de loop van het jaar licht achteruit ten opzichte van de euro (zie Grafiek 32). De aanvankelijke depreciatie van het pond tegenover de euro in mei en juni, die mogelijk verband hield met speculatie over de invoering van de euro door het Verenigd Koninkrijk en een scherpe waardevermeerdering van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar in diezelfde periode, werd in het derde kwartaal deels ongedaan gemaakt, hoewel het pond in het laatste kwartaal van het jaar opnieuw terrein verloor.

³ De RPIX wordt gedefinieerd als de detailhandelsprijzenindex ongerekend de hypotheekrente.



Christian Noyer (links) en Lucas Papademos, de aftredende respectievelijk aantredende Vice-President van de ECB



Afscheidsreceptie van Vice-President Christian Noyer op 28 mei 2002

Hoofdstuk V

Europese en internationale samenwerking

I Europese aangelegenheden

Ook in 2002 heeft de ECB reguliere contacten onderhouden met EG-instanties en -gremia¹. Conform Artikel 113 van het Verdrag woonden vertegenwoordigers van de ECB vergaderingen van de Ecofin-raad bij wanneer daar zaken werden besproken die verband hielden met de taken en doelstellingen van het ESCB. In het verslagjaar ging het daarbij om financiële stabiliteit, regelgeving en toezicht, en om de uitvoering van het Stabiliteits- en Groeipact (SGP). Ook heeft de voorzitter van de Ecofin-raad een aantal keren gebruikgemaakt van zijn bevoegdheid de vergaderingen van de Raad van Bestuur bij te wonen. Hierbij wordt aangetekend dat in het tweede halfjaar, toen het voorzitterschap van de EU-raad in handen was van een lidstaat die zich beroept op een derogatie (Denemarken), de voorzitter van de Eurogroep namens de Ecofin-voorzitter de vergaderingen van de Raad van bestuur bijwoonde. Ook een lid van de Europese Commissie nam deel aan de vergaderingen van de Raad van Bestuur.

De President van de ECB en de presidenten van de nationale centrale banken zijn in 2002 ook uitgenodigd twee informele bijeenkomsten van de Ecofin-raad bij te wonen, die plaatsvonden in april, in het Spaanse Oviedo, en in september te Kopenhagen. Op beide vergaderingen is gesproken over de integratie van de Europese financiële markten, financiële stabiliteit, regelgeving en toezicht. Daarnaast bood de bijeenkomst in Oviedo de deelnemers de gelegenheid van gedachten te wisselen over zaken betreffende corporate governance en internationale financiën. De informele bijeenkomst van de Ecofin-raad in Kopenhagen boog zich onder meer over kwesties rond de uitbreiding van de EU en de internationale financiële architectuur.

Net als in voorgaande jaren heeft de ECB opnieuw deelgenomen aan de vergaderingen van de Eurogroep. Het bijwonen van deze vergaderingen biedt de ECB de gelegenheid tot het voeren van open, informele beleids gesprekken met de Ministers van Financiën van de landen in het eurogebied en het Commis-

sieid voor Economische en Monetaire Zaken. De dialoog binnen de Eurogroep concentreerde zich rond de algemene economische vooruitzichten voor het eurogebied en de begrotingsontwikkelingen in de afzonderlijke landen van dat gebied. Vooral gedurende het eerste halfjaar kwam ook de voortgang met betrekking tot de invoering van de chartale euro geregeld aan bod. Daarnaast heeft de Eurogroep haar besprekingen over de voortgang van noodzakelijke structurele hervormingen voortgezet.

Naast het onderhouden van bovengenoemde betrekkingen op politiek niveau heeft de ECB eveneens opnieuw deelgenomen aan de vergaderingen van het Economisch en Financieel Comité (EFC) en het Comité voor Economisch Beleid, die tevens werden bijgewoond door de nationale centrale banken. Via het lidmaatschap van deze comités, die de Ecofin-raad en de Eurogroep van analyses en adviezen voorzien, heeft de ECB haar deskundigheid kunnen inzetten bij de diverse economische-beleidsprocedures en het multilaterale toezicht op het economisch beleid. In dit kader heeft de ECB onder andere deelgenomen aan de voorbereiding van de globale richtsnoeren voor het economisch beleid en de beoordeling van de stabiliteits- en convergentieprogramma's van de lidstaten. Daarnaast heeft de ECB bijgedragen tot diverse andere activiteiten van deze comités, waaronder de verfijning van analytische instrumenten en methoden en de uitgebreide landenanalyse van het Comité voor Economisch Beleid. Aangezien dit Comité zich vooral bezighoudt met structurele hervormingen en zijn analyse de basis vormt voor het jaarverslag van het Comité met betrekking tot structurele hervormingen, krijgt de ECB via haar bijdrage aan deze werkzaamheden niet alleen een verhelderend inzicht in het proces van structurele hervormingen, maar ook de gelegenheid om de lidstaten van haar opvattingen op de hoogte te stellen.

¹ Op de betrekkingen tussen de ECB en het Europese Parlement wordt nader ingegaan in Hoofdstuk XII.

Ook heeft de ECB wederom de halfjaarlijkse Macro-economische Dialoog bijgewoond, op zowel technisch als politiek niveau. Conform het door de Europese Raad in Keulen verleende mandaat hebben vertegenwoordigers van de lidstaten, de Europese Commissie, de ECB, de centrale banken van lidstaten buiten het eurogebied en de sociale partners op EU-niveau de economische vooruitzichten en de daarmee samenhangende beleidsproblematiek besproken. Zo fungeerde de Macro-economische Dialoog opnieuw als een forum voor informele gedachteswisseling en het kweken van wederzijds vertrouwen onder de deelnemers.

Uit het brede scala aan onderwerpen besproken door de Europese instellingen en organen waarmee de ECB nauwe contacten onderhoudt, worden wegens hun economische en institutionele belang de volgende genoemd:

1.1 Uitvoering van het Stabiliteits- en Groeipact

Als gevolg van de verslechtering die zich in 2002 aftekende in zowel het beloop van als de vooruitzichten voor het begrotingssaldo werd dit jaar tot een testcase voor de uitvoering van het SGP.

In 2001 bleef zowel Duitsland als Portugal ver af van de doelstelling voor de overheidsbegroting zoals opgenomen in hun respectievelijke stabiliteitsprogramma's. Nadat het gevaar van buitensporige begrotingstekorten in deze landen was gesignaleerd, heeft de Commissie op 30 januari 2002 zijn Aanbevelingen voor Aanbevelingen van de EU-raad doen uitgaan, teneinde een vroegtijdige waarschuwing aan Duitsland en Portugal af te geven. Hiermee stelde de commissie voor het eerst de procedure uit hoofde van Verordening (EG) nr. 1466/97 van de Raad van 7 juli 1997, over versterking van het toezicht op begrotingssituaties en het toezicht op en de coördinatie van het economisch beleid, in werking. Zowel Duitsland als Portugal reageerden met uitdrukkelijke beloften dat zij de nodige maatregelen zouden treffen om overschrijding van

de referentiewaarde, 3% van het bbp, te voorkomen en in 2004 een begrotingspositie nabij evenwicht te realiseren. Gezien deze beloften concludeerde de Ecofin-raad tijdens zijn vergadering van 12 februari dat de Duitse en Portugese regeringen effectief hadden gereageerd op de bezorgdheid die de Commissie in haar aanbevelingen had verwoord. De raad besloot beide procedures af te sluiten.

Op 21 juni 2002 heeft de Raad zijn Aanbevelingen voor de globale richtsnoeren voor het economisch beleid van de Lidstaten en de Gemeenschap vastgesteld. Met betrekking tot het begrotingsbeleid maanden deze richtsnoeren de lidstaten waarvan de begrotingspositie nog niet nabij evenwicht of in overschot was, om uiterlijk in 2004 een zodanige positie te realiseren. Conform de gangbare praktijk waren de aanbevelingen in de richtsnoeren gebaseerd op onderliggende aannamen omtrent de toekomstige ontwikkeling van de voornaamste economische variabelen zoals vastgesteld in de economische voorjaarsprognose van de Commissie. In de maanden daarna bleek de economie zich echter beduidend negatiever te ontwikkelen. Het realiseren van begrotingsposities nabij evenwicht of in overschot in uiterlijk 2004 was voor landen met een resterende onbalans op de begroting dan ook niet langer realistisch, gezien de gevolgde beleidskoers en de macro-economische prognoses. De ministers van financiën van het eurogebied, de President van de ECB, de Voorzitter van de commissie en de Commissaris voor Economische en Monetaire Zaken hebben de gevolgen hiervan besproken tijdens de vergadering van de Eurogroep op 7 oktober. Na deze vergadering hebben zij een Verklaring van de Eurogroep over de begrotingsontwikkelingen in het eurogebied uitgegeven, waarin de ministers van financiën van het eurogebied opnieuw bevestigden te zullen vasthouden aan de in het Verdrag vervatte verplichting buitensporige begrotingstekorten te voorkomen, en tevens aan de doelstelling van het Stabiliteits- en Groeipact, namelijk het realiseren en behouden van begrotingsposities nabij evenwicht of in overschot gedurende de conjunctuurcyclus. Bovendien stemden de ministers en de ECB in met een

initiatiefvoorstel van de Commissie, met de strekking dat landen die deze doelstelling nog niet hadden gerealiseerd, dienden te streven naar een jaarlijkse verbetering van het onderliggende begrotingssaldo met ten minste 0,5% van het bbp. Op één na waren de ministers het erover eens dat met deze bijstelling in 2003 een begin zou moeten worden gemaakt.

De verslechtering van de begrotingsvooruitzichten in de zomer en het vroege najaar heeft tevens tot intensivering van de publieke discussie over regels en uitvoering van het Stabiliteits- en Groeipact geleid. Tegen deze achtergrond heeft de Raad van Bestuur op 24 oktober 2002 een publieke verklaring uitgegeven waarin werd benadrukt dat de begrotingsproblemen in sommige lidstaten niet waren ontstaan als gevolg van starre regelgeving, maar veeleer doordat die lidstaten hun beloften de regels na te leven niet hadden willen nakomen en de eerdere gunstige economische toestand met hogere groeicijfers niet hadden benut om hun begrotingspositie wezenlijk te verbeteren. Daarnaast heeft de Raad van Bestuur zijn onomwonden steun betuigd aan het initiatiefvoorstel van de Commissie, inhoudende dat landen met een resterende onbalans op hun begroting zich dienen te verplichten tot het volgen van een duidelijk op consolidering gerichte begrotingsstrategie. Daarvan moet dan een geloofwaardig aanpassingstraject deel uitmaken, dat voorziet in een jaarlijkse verbetering van het onderliggende begrotingssaldo met ten minste 0,5% van het bbp.

In de zomer bleek eveneens dat de overheidsfinanciën van Portugal er aanmerkelijk slechter voorstonden dan bekend was geweest toen de Raad de vroegtijdige waarschuwing aan Portugal besprak en tijdens de opstelling van de globale richtsnoeren voor het economisch beleid. Pas in haar verslaglegging per 1 september inzake het begrotingstekort en de overheidsschuld heeft de Portugese regering een tekort van 4,1%, ruim boven het referentiecijfer van 3% gemeld. Hierop startte de Commissie een buitensporigtekortprocedure op grond van Artikel 104 van het Verdrag, zoals nader omschreven in

Verordening van de Europese Raad (EG) Nr. 1467/97. Als eerste stap in deze procedure heeft de Ecofin-raad een Besluit genomen inzake het bestaan van een buitensporig tekort in Portugal en een Aanbeveling aan Portugal uitgevaardigd met het doel een eind te maken aan het buitensporig overheidstekort in dat land. In deze Aanbeveling adviseerde de Raad de Portugese regering onder meer het buitensporige tekort zo snel mogelijk te elimineren. De Raad stelde 31 december 2002 vast als uiterste termijn voor het treffen van alle benodigde maatregelen om het buitensporige tekort op te heffen. Bovendien heeft de Raad de Portugese regering aanbevolen de nodige begrotingsmaatregelen te treffen om te zorgen dat het overheidstekort in 2003 verder zou worden teruggebracht tot ruim beneden de 3% van het bbp, en voorts de schuldquote beneden de referentiewaarde van 60% van het bbp te houden.

Op 13 november heeft de Commissie haar economische najaarsprognoses gepubliceerd, waarin ze voor Duitsland een begrotingstekort over 2002 ter hoogte van 3,8% van het bbp voorspelde; en voor Frankrijk een tekort van 2,7% over 2002, in 2003 oplopend tot 2,9%. Tegen deze achtergrond heeft de Commissie op 19 november een buitensporigtekortprocedure conform Artikel 104 van het Verdrag gestart met de publicatie van een rapport over de begrotingssituatie in Duitsland. Diezelfde dag kwam de Commissie eveneens met een Aanbeveling voor een Aanbeveling van de Raad aan Frankrijk bij wijze van vroegtijdige waarschuwing om het ontstaan van een buitensporig overheidstekort te voorkomen.

De Ecofin-raad nam op 21 januari een Besluit inzake het bestaan van een buitensporig tekort in Duitsland en vaardigde een Aanbeveling aan Duitsland uit met het oogmerk een eind te maken aan de buitensporigtekortsituatie. In deze Aanbeveling adviseerde de Raad de Duitse regering onder meer zo snel mogelijk een eind te maken aan de buitensporigtekortsituatie. Hiertoe dienden de Duitse autoriteiten, aldus het advies, de bijsturingsmaatregelen zoals voorzien in hun begrotingsplannen voor 2003 ten uitvoer te leggen. De

Raad stelde de termijn van 21 mei 2003 als uiterste datum voor het treffen van deze maatregelen. Op 21 januari vaardigde de Ecofin-raad tevens een Aanbeveling uit bij wijze van vroegtijdige waarschuwing aan Frankrijk met het doel het ontstaan van een buitensporig tekort in dat land te voorkomen.

1.2 Voorstellen om de coördinatie van het economisch beleid te versterken en het beleidscoördinatieproces te stroomlijnen.

Tijdens zijn vergadering van 15 en 16 maart 2002 in Barcelona heeft de Europese Raad opgeroepen tot meer vooruitgang bij de coördinatie van het economische beleid van de lidstaten. Ter bevordering daarvan hebben de staatshoofden en regeringsleiders de Commissie vervolgens uitgenodigd nog voor de vergadering van de Europese Raad in het voorjaar van 2003 met voorstellen te komen om de coördinatie van het economisch beleid te versterken. Daarnaast hebben zij er bij de Raad en de Commissie op aangedrongen de beleidscoördinatie ter zake te stroomlijnen, waarbij de nadruk zou moeten liggen op actieve implementatie in plaats van op het jaarlijks uitvaardigen van nieuwe richtsnoeren.

Op 3 september deed de Commissie in een Mededeling voorstellen om de jaarlijkse coördinatiecyclus van het economisch en werkgelegenheidsbeleid te stroomlijnen. Op 3 december keurde de Raad een rapport goed waarin de voorstellen van de Commissie in grote lijnen werden overgenomen. De aanbeveling van de Commissie en de Raad om tot stroomlijning van de coördinatiecyclus van het economisch en werkgelegenheidsbeleid te komen, houden het volgende in: ten eerste dient de nadruk sterker te liggen op de middellange termijn, waarbij grondige herziening van de globale richtsnoeren voor het economisch beleid en de richtsnoeren en aanbevelingen inzake de werkgelegenheid slechts om de drie jaar plaatsvindt, in plaats van jaarlijks zoals nu. Ten tweede dient er meer aandacht te zijn voor de jaarlijkse con-

trole op de uitvoering van de richtsnoeren. Ten derde dient er één coördinatieronde inzake het beleid te komen, op basis waarvan de voorjaarsvergadering van de Europese Raad dan de beleidsuitvoering beoordeelt en algemene politieke sturing biedt, waarna een “pakket richtsnoeren” zal worden opgesteld waarin zowel de globale richtsnoeren voor het economisch beleid als de Richtsnoeren en aanbevelingen inzake de werkgelegenheid zijn opgenomen. Ook moeten in de toekomst de diverse rapporten ingediend door lidstaten uit hoofde van de processen van Luxemburg en Cardiff worden gesynchroniseerd teneinde de rapportageverplichtingen in de lidstaten te stroomlijnen en ter vermindering van overlapping en verdubbeling. Hiertoe worden telkens in het najaar de nationale uitvoeringsrapporten ingediend als één pakket per lidstaat. De stabiliteits- en convergentieprogramma's zullen echter geen deel uitmaken van het pakket, omdat zij gekoppeld zijn aan de nationale begrotingsjaren.

Op 27 november heeft de Commissie gereageerd op het verzoek van de Europese topconferentie in Barcelona voorstellen te doen om de coördinatie van het economische beleid te versterken. De reactie bestond uit een Mededeling aan de Raad en het Europese Parlement ter versterking van de coördinatie van het begrotingsbeleid, en bevatte de volgende vijf voorstellen voor een juistere interpretatie van het Stabiliteits- en Groeipact die, naar de opvatting van de Commissie, alle uitvoerbaar zouden zijn binnen het bestaande juridische kader. Ten eerste zou in de formulering van begrotingsdoelstellingen meer aandacht moeten worden geschonken aan de conjunctuur. Daartoe zou de eis in de Stabiliteits- en Groeipact dat begrotingen ‘nabij evenwicht of in overschot’ dienen te zijn moeten gaan gelden voor het onderliggende begrotingssaldo (door de Commissie gedefinieerd als het begrotingssaldo gecorrigeerd voor incidentele effecten en in het bijzonder de effecten van conjunctuurschommelingen). De referentiewaarde voor het begrotingstekort van 3% van het bbp zou echter moeten blijven gelden voor het nominale begrotingssaldo. Ten tweede zouden lidstaten waarvan

de begroting nog ver van een evenwicht of overschot verwijderd is, moeten worden verplicht om jaarlijks een verbetering van het onderliggende begrotingssaldo met ten minste 0.5% van het bbp te realiseren. Dit voorstel strookt met de verklaring van de Eurogroep van 7 oktober (zie boven). Ten derde zouden lidstaten moeten afzien van een procyclisch begrotingsbeleid tijdens perioden van hoogconjunctuur. Ten vierde zou, onder bepaalde, specifieke omstandigheden, en mits de referentiewaarde van 3% van het bbp niet in het geding komt, een geringe afwijking van de doelstelling kunnen worden toegestaan. Zo'n afwijking zou uitsluitend mogen dienen ter financiering van structurele hervormingen die leiden tot verhoging van de werkgelegenheid en het groeipotentieel, en die daardoor de onderliggende begrotingspositie op de middellange termijn verbeteren. En ten vijfde zou bij het begrotingstoezicht meer aandacht moeten worden geschonken aan de overheidsschuldquote. Bij deze vijf voorstellen voegde de Commissie nog eens vier samenhangende maatregelen om de effectieve tenuitvoerlegging van de voorstellen te garanderen. Ten eerste zouden de lidstaten tijdens de aanstaande voorjaarsvergadering van de Europese Raad hun loyaliteit aan het Stabiliteits- en Groeipact moeten herbevestigen in een 'Resolutie ter versterking van de coördinatie van het begrotingsbeleid'. Ten tweede zou de Ecofin-raad, teneinde de kwaliteit en tijdigheid van te verstrekken financiële overheidsstatistieken te verbeteren, een 'Best-practice-code voor de rapportage van begrotingsgegevens' moeten vaststellen. Ten derde zouden de handhavingsprocedures in het Stabiliteits- en Groeipact effectiever moeten worden, vooral doordat duidelijker wordt geformuleerd onder welke omstandigheden die procedures in werking worden gesteld. En ten vierde zou er meer openheid en transparantie moeten worden betracht om de inzichtelijkheid van het begrotingsbeleid te verbeteren.

In zijn verklaring na de vergadering van de Raad van Bestuur op 5 december stelde de President van de ECB dat de Mededeling van de Commissie inzake de versterking van de

coördinatie van het begrotingsbeleid een goed beginpunt vormde voor het herstel van vertrouwen in het begrotingskader. Ook betuigde hij wederom de volledige steun van de ECB aan de eerste doelstelling van de Commissie, namelijk de uitvoering van het Stabiliteits- en Groeipact te verbeteren binnen de bestaande regelgeving.

1.3 De Conventie over de Toekomst van Europa

Tijdens zijn vergadering van december 2001 in Laken heeft de Europese Raad een 'Verklaring over de Toekomst van de Europese Unie' opgesteld (ook bekend als de 'Verklaring van Laken'), waarin de Raad de opgaven opsomde waarvoor de Unie thans stond, op 'een kruispunt van wegen, een scharniermoment in haar bestaan'. In het licht van deze opgaven, en om een 'zo breed en transparant mogelijke' voorbereiding van de volgende Intergouvernementele Conferentie te waarborgen, besloot de Europese Raad een Conventie over de Toekomst van Europa te organiseren. De Raad gaf de Conventie het mandaat de wezenlijke problemen die de toekomstige ontwikkeling van de Unie met zich meebrengt te bespreken, de verschillende mogelijke oplossingen te onderzoeken en de bestaande verdragen te vereenvoudigen en reorganiseren, als een mogelijke stap op weg naar een grondwet voor Europese burgers.

Deze Conventie, die haar gedachtewisseling in februari 2002 is begonnen en deze naar verwachting in de zomer van 2003 zal afronden, is samengesteld uit vertegenwoordigers van nationale regeringen, nationale parlementen, het Europese Parlement en de Commissie. De kandidaat-lidstaten zijn op dezelfde wijze vertegenwoordigd als de huidige lidstaten. Reeds in een zeer vroeg stadium van de besprekingen betuigden de leden van de Conventie hun instemming met het voorstel van voorzitter Giscard d'Estaing een 'Verdrag tot instelling van een grondwet voor Europa' te formuleren. De tekst hiervan, die beoogt de juridische en constitutionele basis onder Europa te vereenvoudigen, te stroomlijnen en te verster-

ken, zal ter goedkeuring worden voorgelegd aan de Intergouvernementele Conferentie die wordt gehouden in 2003.

In mei 2002, bij zijn aanvaarding, uit naam van de euro, van de Internationale Karel de Grote-Prijs van de stad Aken 2002, sprak de President van de ECB zijn mening uit dat de Conventie, indien ze slaagde, zou bijdragen aan de totstandkoming van effectieve, transparante politieke structuren en processen in aanvulling op de bestaande economische constitutie.

In juni 2002 is, binnen het bredere mandaat van de Conventie, een Werkgroep economisch bestuur ingesteld. Deze Werkgroep heeft het algemene economisch-bestuurlijke kader, het monetair beleid, het economisch beleid van lidstaten en institutionele kwesties besproken. In september 2002 heeft de President van de ECB een hoorzitting van de Werkgroep bijgewoond, waarbij hij uiteenzette hoe, naar zijn inzicht, monetaire en economische aangelegenheden zouden kunnen worden ondergebracht in een toekomstig grondwettelijk verdrag. Het huidige kader voor economisch bestuur is, aldus de President, solide en in staat de uitdagingen van de toekomst het hoofd te bieden. Voorts drong hij erop aan dat de Conventie de essentie van het bestaande kader zou behouden en dan vooral de monetaire beginselen van het Verdrag, namelijk de onafhankelijkheid van de centrale bank en het streven naar prijsstabiliteit als hoogste doelstelling. Deze beginselen zouden, als de pijlers onder de monetaire constitutie van de EU, een voorname plaats moeten innemen in een toekomstig grondwettelijk verdrag.

In oktober 2002 heeft de Werkgroep haar eindrapport vastgesteld waarin zij adviseerde de huidige economische bestuursstructuur te handhaven, waarmee ze bevestigde dat de bevoegdheid inzake het monetaire beleid binnen het eurogebied exclusief bij de ECB berust. In het rapport wordt tevens gesteld dat de taken, het mandaat en het statuut van de ECB onveranderd dienen te blijven en door geen nieuwe verdragsbepaling mogen

worden geraakt. Tijdens de bespreking, op 7 november, van het eindrapport door de plenaire zitting van de Conventie, bleken de leden van de Conventie deze aanbevelingen van de Werkgroep in overgrote meerderheid te steunen.

De ECB volgt de beraadslagingen in de Conventie op de voet en is van mening dat de goedkeuring van een 'Constitutioneel Verdrag van Europa' het welslagen van de Economische en Monetaire Unie zal aanvullen en consolideren.

1.4 Financiële markthervormingen

Om de voordelen van de gemeenschappelijke munt ten volle te benutten wordt in toeneemende mate aandacht geschonken aan het wegnemen van al datgene wat een werkelijk gemeenschappelijke markt voor financiële dienstverlening nog in de weg staat. In 2002 zijn op EU-niveau opnieuw belangrijke stappen in die richting gezet: nieuwe wetgeving werd aangenomen en er is diepgaand gesproken over procedures voor het opstellen en uitvoeren van regelgeving.

De Europese topconferentie van Barcelona, in maart 2002, verleende prioriteit aan de volledige inwerkingtreding van het Actieplan Financiële Diensten per 2005, teneinde resterende onvolkomenheden in de Europese markt voor financiële dienstverlening te corrigeren. Het Actieplan, gelanceerd in 1999, biedt een kader voor de maatregelen die nodig zijn op het gebied van de financiële markten. De geboekte vooruitgang wordt regelmatig beoordeeld door de Europese Commissie, bijgestaan door de Beleidsgroep Financiële Diensten waarin ook de ECB is vertegenwoordigd. Hoewel het 7de Voortgangsrapport inzake de tenuitvoerlegging van het Actieplan, gepubliceerd in december 2002, met nadruk stelt dat de Commissie de maatregelen uit het Actieplan medio 2004 moet goedkeuren wil zij de gestelde termijn van 2005 halen, tekent het rapport eveneens aan dat er vooruitgang is geboekt. Van de 42 voorgestelde maatregelen in het oorspronkelijke Actieplan waren er

eind 2002 een-en-dertig ingevoerd, waaronder de Richtlijnen inzake onderpand en inzake verkoop op afstand van financiële diensten alsook de Verordening inzake internationale normen voor de boekhouding. Er resteerden nog slechts vier voorstellen ter zake waarvan de Commissie regelgeving moet formuleren, waaronder de herziening van de solvabiliteits-eisen aan banken en beleggingsinstellingen. Naar aanleiding van meer algemene marktontwikkelingen sinds de start van het Actieplan zijn nog eens vijf nieuwe maatregelen geformuleerd, waaronder de Mededeling inzake clearing en afwikkeling.

Voorts is in 2002 eveneens voortgang geboekt in het streven de EU te voorzien van structuren voor financiële regelgeving, toezicht en stabiliteit die voldoen aan de eisen van een snel veranderende financiële wereld. Daartoe heeft de Ecofin-raad op 3 december, na een brede inspraakronde, zijn goedkeuring gehecht aan een rapport dat een aantal concrete voorstellen bevat. Volgens het rapport moet het 'Lamfalussy'-kader zoals dat op het gebied van de effectenhandel is ingevoerd, tot

alle financiële sectoren worden uitgebreid. Daarnaast zouden er drie nieuwe regelgevende comités (op 'niveau 2') moeten komen voor het bankwezen, voor financiële conglomeraten en voor pensioenen en verzekeringen, alsmede twee toezichthoudende comités (op 'niveau 3'), één voor het bankwezen en één voor pensioenen en verzekeringen. Ten slotte zou, volgens het rapport, een hervormde Beleidsgroep Financiële Diensten onder voorzitterschap van een lidstaat beleidsadviezen inzake de financiële markten moeten gaan verstrekken, en tevens het EFC behulpzaam moeten zijn bij de voorbereiding van besprekingen in de Ecofin-raad over kwesties van financiële stabiliteit. De Ecofin-raad heeft de Commissie verzocht beide comités zo snel mogelijk in te stellen. In verband hiermee zouden, in afwachting van overeenstemming met het Europese Parlement over de delegatie van regelgevende bevoegdheden aan comités op niveau 2, deze comités aanvankelijk slechts een adviserende taak moeten krijgen (zie voor nadere bijzonderheden Hoofdstuk IX).

2 Internationale samenwerking

Ook in 2002 namen de ECB en de nationale centrale banken weer deel aan de monetaire, financiële en economische activiteiten van internationale instellingen en fora. De praktische invulling van de internationale vertegenwoordiging en samenwerking van de ECB zoals beschreven in het ECB Jaarverslag over 1999 bleef in grote lijnen onveranderd. Binnen de EU werd de internationale samenwerking inzake macro-economische en financiële kwesties versterkt, onder meer binnen de reguliere werkzaamheden van het Economisch en Financieel Comité, maar ook via verbeterde informatie-uitwisseling met de vertegenwoordigers van de EU-lidstaten in het College van Bewindvoerders van het IMF, alsook met de Waarnemer van de ECB aldaar.

2.1 Multilateraal en bilateraal toezicht op het macro-economisch beleid

De ECB en de nationale centrale banken hebben wederom deelgenomen aan reguliere wederzijdse beoordelingen (multilateraal toezicht) en beoordelingen door internationale instellingen (bilateraal toezicht) van ontwikkelingen en beleid op monetair, economisch en financieel gebied.

Multilateraal toezicht

De ECB heeft in diverse multilaterale instellingen en fora informatie en inzichten uitgewisseld met andere beleidsmakers. Samen met de voorzitter van de Eurogroep heeft de President van de ECB het eurogebied vertegenwoordigd tijdens bijeenkomsten van de ministers van financiën van de G-7 en verga-

deringen van centrale-bankdirecteuren wanneer daar toezicht- en wisselkoerskwesaties waren geagendeerd. Voorts heeft de President van de ECB deelgenomen aan discussies over de toestand van de wereldeconomie in andere, informele gremia, zoals de bijeenkomsten van centrale-bankpresidenten van de G-10 en van ministers en centrale-bankpresidenten van zowel de G-10 als de G-20. De ECB-waarnemer heeft deelgenomen aan de reguliere besprekingen van de Raad van Bewindvoerders van het IMF over wereldeconomische- en marktontwikkelingen, en tevens aan de discussies binnen de Raad over de mondiale economische vooruitzichten. Tot slot spraken de ECB en de nationale centrale banken in het Comité voor het Economisch Beleid van de Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling (OESO) mee over de mondiale vooruitzichten op de korte termijn en over beleidsvereisten voor de nabije toekomst, en droegen ze aldus bij aan de opstelling van de halfjaarlijkse *Economische vooruitzichten* van de OESO. Ook hebben de ECB en de nationale centrale banken nog deelgenomen aan vergaderingen van subcommissies en werkgroepen van genoemd Comité.

Bilateraal toezicht

De ECB heeft samen met het IMF en de OESO bijgedragen aan de bilaterale beoordeling van het monetair, financieel en economisch beleid van landen in het eurogebied door het IMF en de OESO. Het IMF heeft in 2002 twee intern opgestelde Artikel IV-rapportages over het monetair en wisselkoersbeleid van het eurogebied gepubliceerd, als aanvulling op de landelijke consultaties. Deze rapportages waren onder meer gebaseerd op gesprekken tussen een afvaardiging van IMF-stafleden en de ECB. De eerste rapportage werd in april 2002 ter informatie verspreid onder bewindvoerders van het IMF. De tweede rapportage werd na bespreking met de Raad van Bewindvoerders van het IMF gepubliceerd in oktober 2002, samen met een openbaar communiqué waarin de beoordeling ervan door de Raad werd samengevat en een

verklaring van de bewindvoerder namens het land dat het voorzitterschap van de EU-Raad bekleedde, namens de autoriteiten van het eurogebied. De leden van de Raad feliciteerden de autoriteiten van het eurogebied met de geslaagde, voorspoedige invoering van de chartale euro. Zij tekenden aan dat de groei in 2002 zwakker en de inflatie hoger was geweest dan verwacht, als gevolg van zowel onvoorziene schokken als de nog steeds grote kwetsbaarheid voor externe ontwikkelingen, ondanks het feit dat het eurogebied als geheel veel minder open was dan zijn individuele lidstaten vóór de Monetaire Unie waren geweest. Zij zeiden te verwachten dat het economisch herstel geleidelijk zou zijn en omgeven met beduidende terugvalrisico's.

De OESO heeft in juli 2002 een Economisch Onderzoeksrapport betreffende het Eurogebied gepubliceerd, dat onder meer is gebaseerd op een officieel bezoek van de OESO aan de ECB. De eindredactie van het rapport berustte bij het Economic and Development Review Committee van de OESO, waarin als gezamenlijke vertegenwoordigers van de EU optraden de voorzitter van de Eurogroep, de Europese Commissie en de ECB. Het rapport tekende aan dat het economisch herstel geleidelijk vaart zou gaan winnen. Wat betreft het monetaire beleid concludeerde het rapport, na bestudering van recente prijsontwikkelingen in het eurogebied, dat het beloop van de inflatie, die sinds 2000 boven de 2% had gelegen, toe te schrijven was aan een opeenvolging van inflatoire schokken. De bij voortdurende relatief hoge inflatieniveaus in sommige eurolanden vormden, aldus het rapport, een uitdaging die vroeg om grotere flexibiliteit op de arbeids- en productmarkten en om verdere integratie van de financiële markten.

2.2 Aandacht voor ontwikkelingen in de financiële markten wereldwijd

Stabiliteit

Het ESCB besteedde wederom bijzondere aandacht aan het werk van internationale

financiële instellingen en fora op het gebied van ontwikkelingen op de financiële markten. In dit kader namen de ECB en de nationale centrale banken deel aan reguliere evaluaties van marktontwikkelingen door het Financial Stability Forum (FSF), het uit de BIS voortgekomen Committee on the Global Financial System (CGFS), en het Committee on Financial Markets van de OESO. De ECB-waarnemer bij het IMF nam deel aan de besprekingen van de Raad van Bewindvoerders over de driemaandelijke *Global Financial Stability Reports* van dat instituut, die in de plaats zijn gekomen van de jaarlijkse *International Capital Markets Reports* en de kwartaalbulletins over *Emerging Market Financing*. In verband met een van deze rapportages heeft een delegatie van het IMF een bezoek aan de ECB gebracht om te spreken over de actuele toestand op de Europese financiële markten en over de voortgang bij de integratie van de financiële markten in de EU.

Specifieke initiatieven ter verbetering van de financiële stabiliteit

De ECB heeft deelgenomen aan de werkzaamheden van internationale instellingen en fora inzake specifieke facetten van de werking van internationale financiële markten. Verschillende instellingen en fora, waaronder het FSF, evalueerden de gevolgen van grootschalige faillissementen voor beleidsfacetten zoals meldingsplicht, ondernemingsbestuur, boekhoud- en accountancypraktijken, maar ook het krachtenspel in de financiële markten. Ook ging de internationale gemeenschap wederom voort maatregelen tegen het witwassen van geld en het financieren van terrorisme te evalueren en ten uitvoer te leggen. In die context heeft het IMF een methodiek ontwikkeld waarmee kan worden vastgesteld in hoeverre individuele landen zich houden aan internationaal overeengekomen normen op deze gebieden.

De ECB heeft deelgenomen aan de werkzaamheden van het FSF, dat analyses maakte van onder meer de invoering van internationale normen door *offshore* financiële centra,

de vorderingen met betrekking tot de eigen aanbevelingen op het gebied van *highly leveraged institutions*, en de transparantie in de praktijk van het herverzekeringsbedrijf. Ook de comités die opereren onder auspiciën van de centrale-bankpresidenten van G-10-landen bespraken specifieke financiële kwesties. Het Bazelse Comité van Toezichthouders hield zich als voorheen bezig met de herziening van het kader voor solvabiliteitseisen (deze herziening wordt besproken in Hoofdstuk IX). De ECB heeft deelgenomen aan de evaluatie door het CGFS van de financiële consequenties van terugkerende patronen bij de financiering van IT-innovaties, ontwikkelingen in mechanismen voor de overdracht van kredietrisico's, en beloningsconstructies in het institutioneel vermogensbeheer. De ECB was eveneens betrokken bij de activiteiten van het Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS), voorgezeten door een directielid van de ECB (zie Hoofdstuk VIII voor een bespreking van deze activiteiten). Tot slot nam de ECB deel aan de reguliere vergaderingen van het Markets Committee, de opvolger van het Gold and Foreign Exchange Committee.

2.3 Betrekkingen met het IMF en daarmee gelieerde instanties

Het ESCB heeft bijgedragen aan de voortdurende evaluatie van de architectuur van het internationale economische en financiële stelsel, zowel op Europees niveau, waar met name in het EFC de samenwerking inzake IMF-aangelegenheden werd versterkt, als door directe bemoeienis met de betrokken internationale instanties en gremia.

Soliditeit van het nationale economische beleid

Het ESCB hecht groot belang aan de activiteiten die het IMF ontplooit ter bevordering van de stabiliteit in het wereldwijde economische en financiële stelsel. Specifiek is aandacht besteed aan de functie van het IMF-toezicht ('*surveillance*') als middel ter voorkoming van crises. Bij de tweejaarlijkse evaluatie van het

surveillance-kader heeft het IMF besloten tot een aantal maatregelen om de doelgerichtheid en kwaliteit van de *surveillance* te verbeteren, de invloed van zijn beleidsadviezen te vergroten en zijn toezichhoudende rol te versterken in landen waar het een financieel hulpprogramma in uitvoering heeft.

Het IMF heeft zich wederom ingespannen voor de stabiliteit van nationale financiële stelsels en de invoering van internationale normen en gedragsregels. Meer specifiek werkte het IMF – samen met de Wereldbank – aan toetsingsmaatstaven voor de naleving van normen en gedragsregels en voor de soliditeit van nationale financiële stelsels in het kader van de *Reports on the Observance of Standards and Codes* en de *Financial Sector Assessment Programmes*. De ECB verleende steun door technische specialisten ter beschikking te stellen voor missies in het kader van deze programma's.

Beheersing van financiële crises

Hiernaast heeft het IMF wederom gewerkt aan de ontwikkeling van manieren om financiële crises ordelijk te boven te komen. Tijdens de besprekingen hierover heeft het ESCB aangedrongen op de instelling van duidelijke regels voor de verdeling van verantwoordelijkheden tussen de particuliere en de publieke sector bij het oplossen van crises.

Het IMF heeft een herijking van zijn toegangsbeleid, dat wil zeggen het mechanisme om vast te stellen hoeveel financiële hulp wordt verleend aan een lidstaat met betalingsbalansproblemen. De gebruikelijke limieten, vastgesteld in de vorm van quota's per land, achtten namelijk onjuist. Daarbij heeft de Raad van Bewindvoerders tevens ten aanzien van bijzondere toegang boven de normale limieten zijn voorwaarden verhelderd en de procedures strenger gemaakt. Het ESCB stelt zich op het standpunt dat naleving van duidelijker geformuleerde statutaire toegangslimieten de coördinatie tussen alle betrokken partijen zou vergemakkelijken dank zij een betere afstemming tussen enerzijds de prikkels voor

schuldenlanden en particuliere crediteuren en anderzijds het vermogen van de internationale gemeenschap om financiële crises op te lossen.

Er is wederom gediscussieerd over procedures om snelle en ordelijke schuldsanering voor landen mogelijk te maken. Het ESCB stelde zich op het standpunt dat verdere vooruitgang wenselijk is op het gebied van drie elkaar aanvullende methoden om tot een ordelijk saneringsproces te komen. De eerste methode is contractgebonden en voorziet in het opnemen van een zogenaamde 'collectieve-rechtsvorderingsclausule' (CRC) in de saneringscontracten, teneinde het oplossen van coördinatieproblemen tussen crediteuren te vergemakkelijken. De ECB heeft deelgenomen aan de activiteiten ontplooid onder auspiciën van de ministers van financiën en de centrale-bankpresidenten van de G-10 ter stimulering van de ontwikkeling van geschikte contractuele bepalingen, die tevens werden besproken met vertegenwoordigers van de private sector. Bovendien heeft de internationale gemeenschap maatregelen besproken die het opnemen van dergelijke clausules in overheidsobligatiecontracten moeten bevorderen. In dit opzicht hebben de EU-lidstaten afgesproken het goede voorbeeld te geven door zichzelf te verplichten tot het opnemen van CRC's in obligaties uitgegeven door de regeringen van EU-landen waarop buitenlands recht van toepassing is.

De tweede methode is statutair van aard en behelst het opzetten van een internationaal wettelijk kader voor het saneren van schulden van soevereine staten, bekend als het *Sovereign Debt Restructuring Mechanism* (SDRM). De internationale gemeenschap heeft een aantal keren gediscussieerd over de mogelijke reikwijdte en modaliteiten van zo'n kader, dat het mogelijk moet maken dat een land tezamen met een gekwalificeerde meerderheid van zijn crediteuren tot saneringsafspraken komt die bindend zijn voor alle houders van schuldbewijzen waarop het kader van toepassing is.

De derde methode, die niet-statutair is en deel zou kunnen uitmaken van een gedragscode voor schuldsanering, behelst het gebruik van informele mechanismen ter bevordering van ordelijk crisisbeheer, met inbegrip van het eenzijdig moratorium (*unilateral standstill*) en het IMF-beleid inzake kredietverlening bij betalingsachterstand (*lending into arrears*). Hierbij zou het schuldenlanden in uitzonderlijke gevallen worden toegestaan hun schuldbetalingen aan externe particuliere crediteuren tijdelijk op te schorten, zodat een betalingsachterstand ontstaat (*unilateral standstill*). Het IMF kan dan aan landen met zo'n achterstand, mits aan een aantal welomschreven criteria is voldaan, financiële steun verlenen (*lending into arrears*).

2.4 Samenwerking met regio's grenzend aan de EU

De ECB onderhoudt eveneens betrekkingen met centrale banken in regio's die grenzen aan de EU en informeert zich geregeld over voor de ECB relevante internationale monetaire kwesties die zich in deze regio's voordoen. Naast de twaalf kandidaat-lidstaten van de EU die aan bod komen in Hoofdstuk VI omvatten deze regio's het Europese Gemeenebest van Onafhankelijke Staten (GOS), met inbegrip van Rusland, Turkije (een kandidaat-lidstaat die nog geen onderhandelingen over zijn toetreding tot de EU is begonnen), de westelijke Balkan, het Midden-Oosten en Afrika.

Anders dan de betrekkingen met de centrale banken van kandidaat-lidstaten zijn de relaties met centrale banken in andere aangrenzende regio's niet ontwikkeld binnen één raamwerk maar zijn zij per land ontstaan rond kwesties van gemeenschappelijk belang. In dit verband is het van belang dat de institutionele, financiële en handelsbetrekkingen met het eurogebied voor de meeste landen in deze regio's van grote waarde zijn: vrijwel alle betrokken landen zijn met de EU gelieerd door middel van regionale overeenkomsten die vooral gericht zijn op de liberalisering van het goederenverkeer (en in sommige gevallen van het kapitaal- en het dienstenverkeer) met de EU.

In enkele gevallen omvatten de overeenkomsten tevens specifieke bepalingen ten aanzien van de financiële sector. Bovendien is het eurogebied in economische zin voor de meeste van deze landen zowel de grootste handelspartner als de belangrijkste bron van internationaal krediet, buitenlandse directe investeringen (inclusief die in het bankwezen) en ontwikkelingssamenwerking op overheidsniveau.

Wat betreft de bilaterale betrekkingen vallen vooral die met de centrale bank van Turkije op, waarmee de ECB een beleidsdialog is aangegaan, met onder meer jaarlijkse bijeenkomsten op directieniveau. Ook met de centrale bank van Rusland is de samenwerking verbeterd, mede gezien de ingrijpende hervorming van de Russische monetaire beleidsstrategie en het bijbehorend instrumentarium. De ECB heeft zijn banden met centrale banken van de westelijke Balkanlanden aangehaald, de regio die de meest directe gevolgen heeft ondervonden van de invoering van de chartale euro, en ook die met de centrale banken van een aantal landen rond de Middellandse Zee (Egypte, Israël, Marokko en Tunesië). Daarnaast heeft de ECB deelgenomen aan evenementen georganiseerd in de twee CFA-zones² in Afrika, bij het 40-jarig bestaan van de Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest (BCEAO) en het 30-jarig bestaan van de Banque Centrale des Etats de l'Afrique Centrale (BEAC). De ECB heeft betrekkingen aangeknoopt met het West-Afrikaans Monetair Instituut in het Ghanese Accra, een instelling die begin 2001 is opgericht door Engelsprekende landen in West-Afrika onder leiding van Ghana en Nigeria met het doel een nieuwe monetaire zone te creëren naast de bestaande CFA-frankzone. In 2002 hebben de deelnemende landen een regionaal wisselkoersmechanisme ingesteld. Voorts heeft de ECB contact gelegd met de Samenwerkingsraad voor de Golf (GCC). De zes landen die samen de GCC vormen³, hebben het voornemen kenbaar gemaakt in 2010 een gezamen-

² In West-Afrika de 'Communauté Financière de l'Afrique' en in Centraal-Afrika de 'Coopération Financière Africaine'.

³ Bahrein, Koeweit, Oman, Qatar, Saoedi-Arabië en de Verenigde Arabische Emiraten.

lijke munt te introduceren en per eind 2002 hun munten onderling gekoppeld als de eerste stap op weg naar de monetaire eenwording. Het Secretariaat-Generaal van de GCC en de ECB hielden in oktober 2002 een gezamenlijk symposium in Riad met als onderwerp de monetaire integratie in het eurogebied en het Golfgebied. Tot slot heeft de ECB wederom regulier vergaderd met de centrale banken van IJsland, Noorwegen en Zwitserland.

Het gebruik van de euro in de regio's grenzend aan de EU

Hoewel het gebruik van de euro bij wisselkoersafspraken in de aangrenzende regio niet veel voorkomt, en de ECB van oordeel is dat zij niet tot taak heeft actief te pogen de internationale rol van de euro te beïnvloeden, speelt de euro in verschillende landen niettemin een belangrijke rol. Vooral in de westelijke Balkan hebben alle landen behalve Albanië hun munt aan de euro verankerd. Bosnië en Hercegovina heeft zijn munteenheid zelfs door middel van een currency board gekoppeld, terwijl Kroatië, de Voormalige Joegoslavische Republiek Macedonië en Joegoslavië elk hun wisselkoersen laten afhangen van die van de euro. In het Middellandse-Zeegebied kennen Marokko en Tunesië de euro een belangrijke rol toe bij de uitvoering van hun wisselkoersbeleid, al discussiëren de autoriteiten wel over een soepeler beleid. In de twee monetaire zones waar de CFA-frank wordt gebruikt, heeft de euro de Franse frank vervangen als ankerpunt.

In verschillende aangrenzende landen gebruiken particulieren de euro als parallelle munt, in de vorm van opotkassen en eurotegoeden. Van de EUR 25 miljard die per augustus 2002 aan bestemmingen buiten het eurogebied was geleverd, circuleert naar schatting ten minste een vijfde deel in het Balkangebied, waar eurobankbiljetten worden gebruikt als opotmiddel en als betaalmiddel in het hoogwaardig betalingsverkeer. Ook kent het Balkangebied een hoog percentage eurotegoeden. Zo bedroeg eind 2001 het aandeel van

eurotegoeden in alle Joegoslavische banktegoeden 80%; in Kroatië was dat 70% en in Bosnië en Hercegovina 50%. Ondanks de aanzienlijke vooruitgang die de laatste jaren is geboekt wat betreft de monetaire en financiële stabilisatie, wordt ook de chartale euro nog op grote schaal gebruikt. Kosovo en Montenegro vormen bijzondere gevallen wat betreft het gebruik van de chartale euro: zij zijn officieel 'geëuroiseerd', wat inhoudt dat zij de euro tot hun officiële munteenheid hebben gemaakt.

2.5 Samenwerking met de regio's Azië/Stille Zuidzeegebied en Latijns-Amerika

De Europese ervaringen met economische, financiële en monetaire integratie hebben de afgelopen jaren ook de belangstelling gewekt van landen in Azië en Latijns-Amerika. De ECB ontvangt dan ook veelvuldig verzoeken om haar ervaringen te delen in het kader van diverse initiatieven ter bevordering van regionale samenwerking in beide regio's. Op haar beurt volgt de ECB nauwgezet de economische ontwikkelingen in deze regio's, en verstevigt zij haar bilaterale betrekkingen met de autoriteiten aldaar, met name de nationale centrale banken.

Regionale samenwerking in Azië en het Stille-Zuidzeegebied

De Ontmoeting Azië/Europa (OAZE) – een toonaangevend forum voor samenwerking tussen de EU-lidstaten en tien Oost-Aziatische landen – verschaft sinds 1996 een unieke gelegenheid om informatie uit te wisselen en discussie op beleidsniveau aan te wakkeren. Op 5 en 6 juli 2002 heeft de Vice-President van de ECB in het kader van de OAZE deelgenomen aan de Vierde Ontmoeting van Ministers van Financiën in Kopenhagen, waar hij een presentatie heeft gegeven over de internationale rol van de euro, in het bijzonder in Oost-Azië en de regio's grenzend aan de EU. Ter voorbereiding op deze bijeenkomst heeft de ECB een symposium op hoog niveau

georganiseerd met als onderwerp 'Regionale economische, financiële en monetaire samenwerking: Europese en Aziatische ervaringen', dat plaats had in Frankfurt op 15 en 16 april 2002. Op dit symposium, gehouden in het kader van het interregionale onderzoeksprogramma Kobe Research Project van de OAZE, wisselden functionarissen van ministeries van financiën, centrale banken en overheidsinstanties binnen de OAZE, vertegenwoordigers van internationale financiële organisaties en wetenschappers van gedachten over drie kwesties van algemeen belang voor regionale samenwerking in Azië en Europa. Ten eerste werd gesproken over de reikwijdte en fase-ning van, en de randvoorwaarden voor, regionale economische samenwerking. Bijzondere nadruk gold hierbij de handel en de directe buitenlandse investeringen. In de tweede plaats boog men zich over regionale financiële samenwerking, met name de efficiëntie, soliditeit, deregulering en integratie van de Aziatische en Europese financiële markten. In dit verband vond een meer toegespitste discussie plaats over de initiatieven om de financiële samenwerking in Azië tijdens de nasleep van de crisis in 1997–1998 te verbeteren. In de derde plaats spraken de deelnemers over mogelijke strategieën voor samenwerking op het gebied van monetair en wisselkoersbeleid tussen landen die reeds betrokken zijn bij andere regionale samenwerkingsverbanden, met aandacht voor de lering die te trekken valt uit de ondervindingen in Europa.

De bilaterale betrekkingen leidden onder meer tot een aantal bezoeken aan Aziatische landen. Zo bracht in februari 2002 een delegatie van de ECB, onder wie de President en een lid van de Raad van Bestuur, een bezoek aan China. In vervolg op dit bezoek kwamen de ECB en de Volksbank van China (PBC) in september 2002 een Memorandum of Understanding overeen, met de bedoeling de bilaterale samenwerking tussen beide instellingen te bevorderen. In dit verband besloot de PBC een vertegenwoordiging in Frankfurt te vestigen, waarvan de officiële opening plaatsvond in december.

Regionale samenwerking in Latijns-Amerika

In het kader van een gezamenlijk initiatief van de ECB en de Banco de España vond op 23 en 24 mei 2002 in Madrid een eerste symposium op hoog niveau plaats tussen het Eurosysteem en Latijns-Amerikaanse centrale banken. Op 21 en 22 maart was in Frankfurt al een voorbereidende workshop voor deskundigen georganiseerd. Doel van het symposium was de dialoog tussen het Eurosysteem en Latijns-Amerikaanse centrale banken over beleidskwesties te verdiepen en van gedachten te wisselen over kwesties van gemeenschappelijk belang. De discussies spitsten zich toe op drie onderwerpen: regionale integratie in Latijns-Amerika en Europa; monetair en wisselkoersbeleid; en de financiële sector.

Het Europese integratieproces werd op beleidsniveau relevant geacht voor Latijns-Amerikaanse landen, al kan de ervaring in Europa geen blauwdruk verschaffen voor de verdere ontwikkeling van de regionale samenwerking aldaar, gezien de verschillende uitgangssituaties in de twee gebieden. Toch kan één leerzame ervaring uit Europa wellicht bruikbaar zijn, en dat houdt verband met multilateraal toezicht als middel ter bevordering van een stabiliteitsgericht macro-economisch beleid en van aanbevolen procedures op andere relevante beleidsterreinen. Wat betreft het tweede onderwerp spitste de discussie zich toe op de voorwaarden voor het welslagen van een stabiliteitsgericht monetair beleid, zoals een solide fiscaal en structuurbeleid, ondersteuning door internationale instanties en de noodzaak om rekening te houden met wisselkoersontwikkelingen en -verwachtingen. Tot slot bespraken de deelnemers beleidslijnen en instrumenten die zouden kunnen dienen om de stabiliteit en soliditeit van de nationale financiële stelsels in Latijns-Amerikaanse landen te vergroten.



*De Nederlandse schrijver Harry Mulisch
leest voor uit zijn nieuwste boek tijdens
de Nederlandse Culturele Dagen in
september 2002*



*Presentatie over de Spaanse architect
Antoni Gaudí tijdens de Spaanse
Culturele Dagen in mei 2002*

Hoofdstuk VI

Uitbreiding van de Europese Unie

I Inleiding

De Europese Raad van Kopenhagen van 12 en 13 december 2002 werd afgesloten met een historisch akkoord over de uitbreiding van de EU. Tien landen – Cyprus, Estland, Hongarije, Letland, Litouwen, Malta, Polen, Slovenië, Slowakije en Tsjechië, – werden uitgenodigd om op 1 mei 2004 toe te treden tot de EU. Na de ondertekening van het Toetredingsverdrag in de lente van 2003, zou het moeten worden geratificeerd door alle EU-lidstaten en door de tien bovenvermelde landen, die van plan zijn ter zake nationale referenda te organiseren. Twee andere landen – Bulgarije en Roemenië – kregen het vooruitzicht dat ze begin 2007 lid zouden worden. Na hun toetreding zullen zij lid worden van de Economische en Monetaire Unie (EMU) met de status van “landen met een derogatie”, en zullen hun centrale banken deel uitmaken van het ESCB. Zodra zij duurzame convergentie zullen hebben bereikt, overeenkomstig de in het Verdrag bepaalde procedure op basis van de Maastricht-criteria, zullen ze tevens de euro aannemen en zullen hun centrale banken deel uitmaken van het Eurosysteem, dat de ECB en de NCB's van het eurogebied omvat.

Hoewel het Eurosysteem niet formeel deelneemt aan de toetredingsonderhandelingen, is het, wat zijn taakgebieden betreft, wel bij het toetredingsproces betrokken. Zijn betrokkenheid heeft de vorm van een continue dialoog, met zowel beleidsmatige als technische dimensies, teneinde de centrale banken van de kandidaat-lidstaten te helpen bij hun voorbereidingen op het lidmaatschap van het ESCB en in een later stadium van het Eurosysteem. De dialoog heeft betrekking op economische, juridische en institutionele beleidskwesties die voor centrale banken belangrijk zijn. Hij omvat daarnaast technische samenwerkingsactiviteiten met de centrale banken van de kandidaat-lidstaten in een aantal domeinen waaronder betalingssystemen, juridische mogelijkheden en statistiek.

Bovendien is het Eurosysteem betrokken geweest bij de “Economische Dialoog” tussen de EU en de kandidaat-lidstaten, die door de Europese Raad in december 2000 werd opgezet, en die wordt gecoördineerd door de Europese Commissie. De Economische Dialoog vindt tweemaal per jaar plaats op het niveau van de ministers en van het Economisch en Financieel Comité (EFC). Deze dialoog heeft twee doelstellingen: ten eerste het toetredingsproces ondersteunen via een gedachtenwisseling over het macro-economische beleid en financiële-stabiliteitskwesties tijdens de aan de toetreding voorafgaande fase en, ten tweede, de kandidaat-lidstaten vertrouwd maken met de EU-procedures inzake multilateraal toezicht, waaraan deze landen onderworpen zullen zijn zodra zij lid worden van de EU.

In deze context heeft het Eurosysteem de economische, juridische en institutionele beleidskwesties in de kandidaat-lidstaten nauwgezet gevolgd, met speciale aandacht voor de macro-economische ontwikkelingen, voor het monetaire beleid en de wisselkoersstrategieën alsook voor de ontwikkelingen in de financiële sector. Bovendien heeft de ECB de eerste voorbereidselen getroffen om een ordelijke uitbreiding te garanderen van het ESCB en in een later stadium van het Eurosysteem. Die omvatten de aanbeveling van de ECB omtrent de aanpassing van de stemprocedures binnen de Raad van Bestuur alsook de lancering van een Masterplan gericht op het voorbereiden van de ECB op de uitbreiding. Dit hoofdstuk geeft een overzicht van deze materies. Er zij beklemtoond dat het niet mag worden beschouwd als een voorafspiegeling van de convergentiebeoordeling die de ECB krachtens Artikel 122, lid 2, van het Verdrag zal moeten voorbereiden wanneer de kandidaat-lidstaten lid worden van de EU met het oog op een eventuele invoering van de euro.

2 Belangrijkste economische, juridische en institutionele beleidskwesties

De meeste kandidaat-lidstaten hebben het afgelopen decennium aanzienlijke vooruitgang geboekt in hun overgang naar volwaardige markteconomieën en bij het bewerkstelligen van macro-economische stabiliteit. Meer recentelijk is het toetredingsproces tot de EU op zich een factor geweest bij het coördineren van het beleid en het verder stimuleren van de stabiliteit in de hele regio. In dit verband zijn de meest relevante aangelegenheden voor het Eurosysteem de volgende: (i) reële convergentie, (ii) juridische en institutionele convergentie, (iii) nominale convergentie, (iv) monetair beleid en wisselkoersstrategieën, en (v) ontwikkelingen in de financiële sector. Deze aangelegenheden worden in dit hoofdstuk summier toegelicht.

2.1 Reële convergentie

De reële bbp-groei heeft in 2002 in de meeste kandidaat-lidstaten behoorlijk standgehouden, ondanks de verzwakking van het internationale groeiklimaat. Hoewel het tempo van de economische expansie in sommige landen van Midden- en Oost-Europa is vertraagd – deels als gevolg van de zwakke economische activiteit elders – is het in de Baltische Staten

toch krachtig gebleven, mede onder de impuls van de robuuste groei van de Russische economie. Daardoor hield de gestage groei die sinds 2000 in vrijwel alle kandidaat-lidstaten werd opgetekend, in 2002 aan, en wordt de bbp-groei voor het jaar geraamd op gemiddeld circa 2,3% (zie Tabel 14). Algemeen beschouwd, werd het weerstandsvermogen van de kandidaat-lidstaten ten aanzien van de mondiale economische teruggang geschaagd door de krachtige binnenlandse vraag, die deels werd gestimuleerd door een minder strak begrotingsbeleid en door het toenemende vertrouwen in de reeds verwezenlijkte macro-economische stabilisatie.

De graad van reële-inkomensconvergentie met het eurogebied – d.w.z. de inhaalbeweging van het inkomenspeil per hoofd van de bevolking – is voor de kandidaat-lidstaten in hun geheel beschouwd evenwel beperkt gebleven. Bijgevolg blijft er een grote kloof bestaan tussen het gemiddelde bbp per hoofd van de bevolking in de kandidaat-lidstaten en dat in het eurogebied. Gemiddeld genomen, bedraagt het in koopkrachtpariteit uitgedrukte bbp per hoofd van de bevolking in de kandidaat-lidstaten circa 44% van dat in het eurogebied. Dit cijfer valt zelfs nog lager uit

Tabel 14

Gemiddelde reële bbp-groei op jaarbasis

(procenten)

	Bulgarije	Cyprus	Tsjechië	Estland	Hongarije	Letland	Litouwen
1999	2,3	4,8	0,5	-0,6	4,2	2,8	-3,9
2000	5,4	5,2	3,3	7,1	5,2	6,8	3,8
2001	4,0	4,1	3,3	5,0	3,7	7,7	5,9
2002	4,0	2,2	2,2	4,5	3,4	5,0	5,0
1999-2002	3,9	4,1	2,3	4,0	4,1	5,6	2,7
	Malta	Polen	Roemenië	Slowakije	Slovenië	Totaal ¹⁾	Eurogebied
1999	4,1	4,1	-1,2	1,3	5,2	2,6	2,8
2000	6,1	4,0	1,8	2,2	4,6	4,0	3,5
2001	-0,8	1,0	5,3	3,3	2,9	2,7	1,4
2002	1,9	0,8	4,2	3,9	2,6	2,3	0,8
1999-2002	2,8	2,4	2,5	2,7	3,8	2,9	2,1

Bron: Eurostat.

1) Gewogen aan de hand van het nominale bbp in 1999.

Tabel 15**Basisgegevens over de kandidaat-lidstaten**

(2001)

	Bevolking (miljoenen)	Nominaal bbp (EUR miljarden)	Bbp per hoofd ¹⁾ (EUR)	Bbp per hoofd (% van het gemiddelde voor het eurogebied) ¹⁾	Aandeel van de industrie in het bbp ²⁾ (%)	Aandeel van de landbouw in het bbp ²⁾ (%)	Werkloos- heidsgraad (gemiddelde over de periode)	Uitvoer naar het eurogebied (% van de totale uitvoer)
Bulgarije	8,0	15,2	6.506	28	23,0	13,8	19,3	51,5
Cyprus	0,8	10,2	16.355	71	12,9	4,0	4,3	18,5
Tsjechië	10,3	63,3	13.521	59	32,8	4,2	8,1	61,7
Estland	1,4	6,2	9.995	43	22,7	5,8	12,2	41,5
Hongarije	10,2	57,8	11.839	51	27,1	4,3	5,6	68,6
Letland	2,4	8,5	7.719	33	18,7	4,7	12,1	30,2
Litouwen	3,5	13,4	9.834	43	27,5	7,0	16,1	25,8
Malta	0,4	4,0	12.825	56	24,5	2,4	4,5	35,1
Polen	38,6	204,1	9.127	40	24,1	3,8	18,1	59,0
Roemenië	22,4	44,4	5.868	25	28,5	14,6	8,0	62,0
Slowakije	5,4	22,8	10.885	47	27,5	4,6	19,6	56,2
Slovenië	2,0	21,7	16.014	69	30,3	3,3	6,4	58,0
Totaal³⁾	105,2	471,6	10.255	44	26,2	5,4	13,1	57,6
Eurogebied	306,6	6.827,7	23.090	100	22,3	2,4	8,0	50,4

Bronnen: Europese Commissie, Eurostat en IMF.

1) Uitgedrukt in koopkrachtpariteit.

2) De gegevens voor Bulgarije hebben betrekking op 2000.

3) De kolommen 3 tot 8 zijn gewogen aan de hand van het nominale bbp in 2001.

wanneer rekening wordt gehouden met de huidige wisselkoersen. In vergelijking met de omvang van hun totale bevolking (ongeveer 35% van de bevolking van het eurogebied), blijft het economische gewicht van de kandidaat-lidstaten bijgevolg relatief klein (circa 7% van het bbp van het eurogebied). Uit de omvang van de kloof en de geringe groeicarts kan worden afgeleid dat het proces van reële convergentie waarschijnlijk nog tot lang na de toetreding tot de EU zal voortduren.

Het concept van reële convergentie, dat bepalend is voor de integratie in de eenheidsmarkt en in een later stadium in het eurogebied, impliceert echter meer dan de inhaalbeweging van het inkomenspeil. Het omvat met name een antwoord op de vraag of de kandidaat-lidstaten hun economische structuren hebben aangepast teneinde ze meer in overeenstemming te brengen met die van het eurogebied en of ze economisch sterker zijn geïntegreerd met het eurogebied. Bemoedigend is dat de kandidaat-lidstaten in dit verband grote voortgang hebben geboekt. Wat het aandeel in het bbp van de landbouw,

industrie en diensten betreft, is de economische structuur van de toetredingslanden bijvoorbeeld meer gelijkenissen gaan vertonen met die van het eurogebied. Zo is de landbouw gekrompen tot circa 5% bbp, vergeleken met circa 2% in het eurogebied, terwijl de industriële sector 26% van het bbp vertegenwoordigt, iets meer dan in het eurogebied (zie Tabel 15). Sinds het begin van de transitie hebben de kandidaat-lidstaten tevens hun handel geheroriënteerd naar het eurogebied, dat nu hun belangrijkste handelspartner is geworden. In de meeste kandidaat-lidstaten doorstaat het aandeel van de handel met het eurogebied aldus goed de vergelijking met dat van de huidige EU-lidstaten.

Ondanks deze ontwikkelingen, is verdere voortgang in de structurele hervormingen nodig om de transitie te voltooien en de economische groei en convergentie te bevorderen. Met name dienen de kandidaat-lidstaten werk te maken van het verder liberaliseren van de prijzen, het verbeteren van het vennootschapsbestuur (corporate governance) en het investeringsklimaat, het bevorderen

van deugdelijke ondernemingspraktijken en het verankeren van de financiële stabiliteit. Daarnaast wijst de stijging van de werkloosheid tijdens de afgelopen jaren op de noodzaak van arbeidsmarkthervormingen in sommige landen. Tot slot zal de begrotingsconsolidatie die door sommige landen wordt gepland, in de nabije toekomst ingrijpende begrotingsmaatregelen vergen.

2.2 Juridische en institutionele convergentie

De reële convergentie dient gepaard te gaan met juridische en institutionele hervormingen, omdat dit cruciale factoren zijn voor de groeivoorzichten op middellange termijn van de kandidaat-lidstaten. Met name vergen de juridische en institutionele hervormingen de oprichting van geëigende instellingen en de invoering van internationale best practices en standaarden in een aantal domeinen (b.v. corporate governance, financiële wetgeving). Het is bemoedigend vast te stellen dat de kandidaat-lidstaten ook in dit vlak flinke vooruitgang hebben geboekt. Uit de transitie-indicatoren van de Europese Bank voor Wederopbouw en Ontwikkeling (EBWO) blijkt bijvoorbeeld dat de kandidaat-lidstaten aanzienlijke hervormingen ten uitvoer hebben gelegd inzake privatisering en herstructurering van ondernemingen, markt- en handelssystemen, en financiële instellingen.

Wat de juridische en institutionele convergentie betreft, heeft het Eurosysteem er alle belang bij dat het *acquis communautaire* m.b.t. zijn taakgebieden in de kandidaat-lidstaten tijdig wordt goedgekeurd en geïmplementeerd. Deze taakgebieden omvatten met name de onafhankelijkheid van de centrale banken en de overige wetgeving in het financiële vlak. Gevolg gevend aan het verzoek van de gouverneurs van de centrale banken van de aspirant-lidstaten, en in nauwe samenspraak met deze laatste, heeft het Eurosysteem een nauwkeurige analyse gemaakt van de mate waarin de kandidaat-lidstaten op jaarbasis de in het Verdrag vastgelegde vereisten naleven.

Wat de onafhankelijkheid van de centrale banken betreft, werden de statuten van de 12 kandidaat-lidstaten getoetst aan de criteria die zijn vastgelegd in de door het EMI en de ECB opgestelde juridische-convergentieverlagen – namelijk de institutionele, persoonlijke, functionele en financiële onafhankelijkheid – en geanalyseerd in het licht van de door de ECB goedgekeurde adviezen, in die gevallen waar het EMI en de ECB binnen hun bevoegdheidsdomein geraadpleegd werden over ontwerpen van nationale wetgeving, in het bijzonder over de ontwerpstatuten van de NCB's van de EU-lidstaten. Deze adviezen hebben ertoe bijgedragen dat de kandidaat-lidstaten hun centrale-bankwetten hebben herzien teneinde te voldoen aan de in het Verdrag vastgelegde vereisten; zij hebben aldus de grondslagen gelegd voor onafhankelijke instellingen.

Centrale banken en kredietinstellingen moeten in een gezonde juridische omgeving kunnen functioneren. Vermits het *acquis communautaire* een algemene invloed heeft op de financiële sector en op de centrale-bankactiviteiten, zijn de nieuwe lidstaten tot naleving ervan gebonden vanaf het ogenblik van toetreding. Om die reden heeft het Eurosysteem zich ook toegespitst op de wetgeving in het financiële vlak – namelijk inzake het vrije kapitaalverkeer, de regulering van de financiële markten, het onderpand, de betalingssystemen, de insolventie en de bankbiljetten.

Deze algemene analyse is voor de centrale banken van de kandidaat-lidstaten een nuttig instrument geweest met betrekking tot de rol die zij – op nationaal niveau – in het toetredingsproces spelen. Die analyse was tijdens het toetredingsproces ook voor de Europese Commissie een hulpmiddel vermits zij de diepgaande analyse van de materies die verband houden met de onafhankelijkheid van de centrale banken steviger onderbouwde.

2.3 Nominale convergentie

Tijdens het afgelopen decennium hebben de kandidaat-lidstaten flinke vooruitgang geboekt

terzake van het terugdringen van de inflatie. Deze laatste is immers gezakt van boven de 10%, of hyperinflatie, naar een relatief laag peil, dankzij de succesvolle invoering van macro-economische stabiliteitsprogramma's. Het desinflatieproces zette in 2002 door, en tegen het einde van het jaar lag het gemiddelde inflatiepeil van de kandidaat-lidstaten iets hoger dan dat van het eurogebied (zie Tabel 16). Enkele specifieke factoren – het in de hand houden van de prijzen voor voedingsmiddelen, de onverwachte vertragingen in de prijsderegulering en de waardevermeerdering van de valuta's – hebben in sommige kandidaat-lidstaten bijgedragen tot het desinflatieproces. Het handhaven van een lage inflatie blijft van cruciaal belang voor de versteviging van een economisch klimaat van prijsstabiliteit, tevens in het licht van de uiteindelijke invoering van de euro en, bijgevolg, van de noodzaak om te voldoen aan de Maastricht-criteria.

Een blijvend lage inflatie blijft echter een uitdaging, vermits diverse factoren de inflatieverschillen tussen de kandidaat-lidstaten en het eurogebied waarschijnlijk zullen vergroten. Enkele van die factoren – waaronder de ver-

dere liberalisering en deregulering van de prijzen – houden verband met het transitieproces. Bovendien kan het feit dat de productiviteitsgroei in de branche van de verhandelbare goederen hoger uitvalt dan die in de tak van de niet-verhandelbare goederen in de kandidaat-lidstaten leiden tot een stijging van de relatieve prijs van de niet-verhandelbare goederen en aldus de inflatie enigszins aanwakkeren, een fenomeen dat vaak wordt omschreven als “het Balassa-Samuelson-effect”. Hoewel de meeste empirische studies aantonen dat het Balassa-Samuelson-effect tot dusver slechts in zeer beperkte mate de inflatieverschillen ten opzichte van het eurogebied verklaart, staat het vast dat dit effect in die landen speelt.¹ Daarenboven zou dit effect de komende jaren kunnen toenemen indien de productiviteitsgroei in de branche van de verhandelbare goederen zou versnellen, onder meer onder de impuls van de toetreding tot de EU. Daarnaast kan ook een forse groei van de nominale lonen – bijvoorbeeld

¹ Benes, J. et al. (2002), “On the estimated size of the Balassa-Samuelson effect in five Central and Eastern European countries”, uitgegeven door M. A. Kovács. Nationale Bank van Hongarije, Working Paper 2002/5.

Tabel 16

HICP-inflatie

(procenten)

	Bulgarije	Cyprus	Tsjechië	Estland	Hongarije	Letland	Litouwen
1999	2,6	1,1	1,8	3,1	10,0	2,1	0,7
2000	10,3	4,9	3,9	3,9	10,0	2,6	0,9
2001	7,4	2,0	4,5	5,6	9,1	2,5	1,3
kw 1 2002	8,2	2,2	3,4	4,4	6,2	3,3	2,7
kw 2 2002	7,1	2,2	2,0	4,2	5,4	2,0	0,6
kw 3 2002	4,6	3,8	0,3	2,9	4,5	1,0	-0,6
kw 4 2002	3,4	2,9	0,1	2,9	4,8	1,6	-0,9

	Malta ¹⁾	Polen	Roemenië	Slowakije	Slovenië	Totaal ²⁾	Eurogebied
1999	2,1	7,2	45,8	10,4	6,1	9,8	1,1
2000	2,4	10,1	45,7	12,2	8,9	11,9	2,1
2001	2,9	5,3	34,5	7,0	8,6	8,5	2,4
kw 1 2002	3,8	3,5	27,0	4,6	7,9	6,4	2,5
kw 2 2002	2,4	1,9	24,3	3,0	7,6	5,0	2,1
kw 3 2002	1,5	1,4	21,4	2,5	7,4	4,0	2,1
kw 4 2002	1,1	1,0	18,4	3,1	6,9	3,5	2,3

Bronnen: Eurostat en nationale bronnen.

1) CPI.

2) Gewogen aan de hand van het nominale bbp in 1999.

Tabel 17**Monetaire en wisselkoersstrategieën in de kandidaat-lidstaten**

	Wisselkoersstrategie ¹⁾	Munteenheid	Kenmerken
Currency board			
Bulgarije	Currency board op de euro	Bulgaarse lev	Geïntroduceerd in 1997
Estland	Currency board op de euro	Estse kroon	Geïntroduceerd in 1992
Litouwen	Currency board op de euro	Litouwse litas	Geïntroduceerd in 1994; sinds februari 2002 gekoppeld aan de euro in plaats van aan de VS-dollar
Traditionele vaste koppeling			
Letland	Gekoppeld aan de SDR-koers	Letse lats	Wisselkoersmarge $\pm 1\%$
Malta	Gekoppeld aan een korf	Maltese lira	Valutakorf (euro, VS-dollar, Brits pond): wisselkoersmarge $\pm 0,25\%$
Unilaterale koppeling aan de euro met een fluctuatiemarge van $\pm 15\%$			
Cyprus	Gekoppeld aan de euro, met een fluctuatiemarge van $\pm 15\%$	Cypriotisch pond	
Hongarije	Gekoppeld aan de euro, met een fluctuatiemarge van $\pm 15\%$	Hongaarse forint	Wisselkoersstelsel gecombineerd met een inflatiedoelstelling: 2,5–4,5% tegen eind 2003
Stelsel op basis van geleid zweven ²⁾			
Roemenië	Stelsel op basis van geleid zweven	Roemeense lei	Valutakorf (VS-dollar, euro) wordt op informele basis gebruikt als referentie
Slowakije	Stelsel op basis van geleid zweven	Slowaakse kroon	
Slovenië	Stelsel op basis van geleid zweven	Sloveense tolar	Vooraanstaande rol voor monetaire aggregaten; de euro wordt op informele basis gebruikt als referentievaluta
Onafhankelijk zwevend ²⁾			
Tsjechië	Vrij zwevend	Tsjechische kroon	Inflatiedoelstelling: 2%–4% tegen eind 2005
Polen	Vrij zwevend	Poolse zloty	Inflatiedoelstelling: 3% tegen eind 2003 (met een tolerantie van ± 1 procentpunt)

Bronnen: IMF en nationale centrale banken.

1) Gebaseerd op het IMF Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, 2001.

2) IMF-classificatie.

door ingehouden looneisen, aanhoudende inflatieverwachtingen of een terugblikkende loonindexering – bijdragen tot de inflatoire druk. Tot slot zouden ook de recentelijk in sommige kandidaat-lidstaten genoteerde begrotingsontsporingen de moeizaam gerealiseerde stabilisatievordering en desinflatieresultaten in gevaar kunnen brengen.

2.4 Monetair beleid en wisselkoersstrategieën

Over het algemeen kunnen de kandidaat-lidstaten worden beschouwd als kleine, open economieën die goed geïntegreerd zijn in het eurogebied. In dit verband is de keuze van de

wisselkoersstrategie van cruciaal belang, vermits zij het kader biedt waarin het monetaire beleid verder kan worden afgestemd op prijsstabiliteit, terwijl de reële convergentie kan doorgaan zonder te worden gehinderd door al te grote wisselkoersbewegingen.

De laatste jaren heeft de euro veld gewonnen als belangrijkste referentiemunt in de kandidaat-lidstaten. Dit werd zeer recentelijk geïllustreerd door Litouwen, dat in februari 2002 zijn currency board heeft gekoppeld aan de euro in plaats van aan de VS-dollar, en door Malta, dat in augustus 2002 besloot het gewicht van de euro in zijn valutakorf op te trekken tot 70%. De verschillende landen volgen nog steeds uiteenlopende wisselkoers-

strategieën, die het hele gamma omvatten van currency boards tot vrij zwevende wisselkoersen, en ook de keuze van de monetaire-beleidsstrategie vertoont grote verschillen (zie Tabel 17). Terwijl landen met een stelsel van vaste wisselkoersen (Bulgarije, Estland, Letland, Litouwen en Malta) hun monetaire beleid duidelijk afstemmen op een wisselkoersdoelstelling, streven andere landen ongetwijfeld een inflatiedoelstelling na (Polen en Tsjechië), geleid zwevende wisselkoersen (Slowakije) of een wisselkoersstelsel dat unilateraal gekoppeld is aan de euro met een fluctuatiemarge van $\pm 15\%$ (Cyprus en Hongarije). Tot slot zijn er ook landen die bij hun monetaire-beleidsstrategie duidelijk monetaire aggregaten betrekken (Roemenië en Slovenië).

Globaal beschouwd, heeft het monetaire en wisselkoersbeleid in de kandidaat-lidstaten een belangrijke bijdrage geleverd tot macro-economische stabiliteit en desinflatie, en zodoende de voorwaarden gecreëerd voor een duurzame economische groei. De meeste landen werden echter geconfronteerd met uitdagingen, vermits het sturen van het wisselkoersbeleid het hoofd diende te bieden aan risico's inzake de concurrentiepositie ten opzichte van het buitenland, aan toenemende en volatiele kapitaalstromen, en aan het instellen en verwezenlijken van inflatiedoelstellingen in economieën waarin de wisselkoers grotendeels de monetaire-beleidsvoorwaarden bepaalt. Zoals in alle economieën, heeft het wisselkoersbeleid bovendien geleid tot het behoud van een goed evenwicht tussen het monetaire, budgettaire en structurele beleid.

Gezien de noodzaak om voorbereidingen te treffen voor een volwaardige deelneming aan de EMU, impliceert de beheersing van het proces naar de uiteindelijke invoering van de euro nog een aantal belangrijke uitdagingen. Buitensporige wisselkoersschommelingen ten opzichte van de euro kunnen de handel en de financiële betrekkingen met het eurogebied belemmeren en de ontwikkeling van een stabiele binnenlandse economie in de weg staan. Vaste wisselkoersen kunnen echter meer uit-

dagingen inhouden ten aanzien van de noodzakelijke hervormingen om de economische structuren van de kandidaat-lidstaten verder af te stemmen op die van het eurogebied. De landen hebben tot dusver verschillend gereageerd op deze afweging, wat geleid heeft tot een grote diversiteit in de huidige wisselkoersstelsels. Sommige kandidaat-lidstaten zullen hun wisselkoersstelsels moeten aanpassen om ze in overeenstemming te brengen met ERM II, alvorens ze aan deze regeling kunnen deelnemen. Na hun toetreding tot de EU zullen belangrijke beleidskeuzen dienen te worden gemaakt wat betreft het tijdstip van toetreding en de voorwaarden voor deelneming aan ERM II, in overeenstemming met de doelstelling die werd vastgelegd in de resolutie van de Europese Raad omtrent ERM II. Die beleidskeuzen zijn in eerste instantie de verantwoordelijkheid van de betrokken landen en moeten in overeenstemming zijn met de Verdragsbepalingen, met name wat betreft de verplichting om het wisselkoersbeleid te behandelen als een zaak van gemeenschappelijk belang. Hoewel ERM II uiteindelijk een rol zal spelen in de convergentiecriteria voor toetreding tot de euro – omdat de deelname eraan gedurende een periode van minstens twee jaar één van de fundamentele voorwaarden is voor toetreding tot de euro – bestaat zijn belangrijkste taak erin de leden van ERM II te helpen hun beleid te richten op stabiliteit en de convergentie te bevorderen.

2.5 Ontwikkelingen in de financiële sector

Deels om historische redenen wordt de financiële sector in de kandidaat-lidstaten grotendeels beheerst door de bancaire sector, terwijl andere componenten van de financiële sector kennelijk minder ontwikkeld zijn. Vanuit het oogpunt van de ECB is de versterking van de financiële sector om twee fundamentele redenen belangrijk. Vooreerst hebben de structuur en de werking van de financiële sector een belangrijke impact op de macro-economische ontwikkelingen. Zo zullen degelijke financiële sectoren de structurele hervormingen in de reële sector van

de economie mede helpen ondersteunen. De financiële sectoren kunnen derhalve bevorderlijk zijn voor een hogere potentiële productiegroei en voor de convergentie van het reële inkomen met dat in het eurogebied. Vervolgens is de financiële stabiliteit in de kandidaat-lidstaten van essentieel belang voor een vlotte monetaire-beleidsvoering in een uitgebreid eurogebied. Een zwakke financiële sector zou ongetwijfeld grote problemen opleveren voor die monetaire-beleidsvoering, alsook voor de geloofwaardigheid van de centrale banken en hun streven naar prijsstabiliteit.

Bemoedigend is alvast dat de laatste jaren heel wat vorderingen zijn gemaakt inzake herstructurering en consolidatie van de financiële sector. De bancaire sector werd verstevigd door de grootschalige privatisering van overheidsbanken en door een ruime openstelling voor buitenlandse overnemers. Dit proces heeft geleid tot een grotere integratie met de EU, dankzij de ruime belangstelling van banken uit de EU-landen, en heeft de efficiëntie aanzienlijk opgevoerd. De transformatie van de financiële systemen is verre van voltooid, vermits de mate van financiële bemiddeling eerder beperkt blijft. Dit komt voornamelijk tot uiting in de verhouding van de bancaire activa tot het bbp (circa een vierde van die van het eurogebied) en van het binnenlandse krediet tot het bbp (circa een derde van die van het eurogebied). In enkele landen wordt de bancaire sector bovendien nog steeds geplaagd door een groot aantal dubieuze leningen, en wordt hij in zijn kredietverleningsactiviteit gehinderd door een gebrek aan deugdelijk bestuur (corporate governance) en een slechts weinig efficiënt juridisch kader.

2.6 Afsluitende opmerkingen

Na enkele moeilijke jaren in het vlak van macro-economisch beheer bij het begin van de transitieperiode, zijn de uitbouw van de instellingen en het beleidsontwerp nu ver genoeg gevorderd om de kandidaat-lidstaten in staat te stellen macro-economische stabiliteit te bewerkstelligen. Ondanks de mondiale achteruitgang bleven de economische ontwikkelingen in 2002 in de meeste landen over het algemeen positief. De groeiverschillen met het eurogebied bleven bestaan of werden zelfs ietwat groter, en de vorderingen op het gebied van desinflatie waren opmerkelijk. Een en ander werd in de hand gewerkt door een oordeelkundig gevoerd monetair beleid en door een efficiënte wisselkoersstrategie. Er resten echter nog steeds enkele uitdagingen: de economische groei en de juridische en institutionele hervormingen dienen op kruissnelheid te blijven om de inhaalbeweging inzake reëel inkomen te versnellen, de vooruitgang inzake desinflatie dient te worden opgevoerd – met de nodige aandacht voor de verdere liberalisering van de prijzen – en de financiële sectoren dienen verder te worden verstevigd. Ook de keuze van het monetaire beleid en van de wisselkoersstrategieën met het oog op de uiteindelijke invoering van de euro, is een reële uitdaging. Hoewel grote wisselkoersschommelingen ten opzichte van de euro moeten worden vermeden, kan een zekere mate van aanpasbaarheid van de wisselkoers wenselijk zijn om de verdere hervormingen die nog nodig zijn met het oog op een volwaardige deelneming aan de EMU, te begeleiden.

3 Voorbereidingen op de toetreding

3.1 Voorbereidingen van de besluitvormende organen en comités van het ESCB

De Algemene Raad

In september 2002 – na de ondertekening van het Toetredingsverdrag – besloot de Algemene Raad de gouverneurs van de centrale banken van de kandidaat-lidstaten als waarnemers uit te nodigen op zijn vergaderingen. Deze beslissing, die aansluit bij de door de EMI-Raad in 1994 goedgekeurde benadering ten aanzien van de gouverneurs van de Oostenrijkse, Noorse, Finse en Zweedse centrale banken, is erop gericht de gouverneurs van de centrale banken van de kandidaat-lidstaten de mogelijkheid te bieden vertrouwd te worden met de relevante aangelegenheden en werkmethoden van het ESCB, en zal hun integratie als leden van de Algemene Raad in 2004 in de hand werken.

De comités van het ESCB

Teneinde de vlotte integratie van de centrale banken van de kandidaat-lidstaten in het ESCB te vergemakkelijken, heeft de Raad van Bestuur ook besloten om – zodra het Toetredingsverdrag is ondertekend – de experts uit de betrokken centrale banken van de kandidaat-lidstaten de status van waarnemer toe te kennen in de comités van het ESCB, telkens deze in hun ESCB-samenstelling vergaderen.

De Raad van Bestuur

De toetreding van de nieuwe lidstaten tot het eurogebied zal leiden tot een aanzienlijke uitbreiding van de Raad van Bestuur, het hoogste besluitvormende orgaan van het Eurosysteem. Teneinde ook na de uitbreiding een efficiënte en tijdige besluitvorming te garanderen, bevat het Verdrag van Nice een “machtigingsclausule”, die voorziet in een aanpassing van de stemprocedures binnen de Raad van Bestuur van de ECB (Artikel 10.2 van de Statuten van

het ESCB) in de vorm van een nieuwe paragraaf 6 in Artikel 10 (getiteld “De Raad van Bestuur”) van de Statuten. Krachtens deze machtigingsclausule kan Artikel 10.2 van de Statuten worden gewijzigd door een eenparige beslissing van de EU-Raad van Staatshoofden en Regeringsleiders, hetzij op basis van een eenparig goedgekeurde aanbeveling van de ECB na raadpleging van het Europees Parlement en de Europese Commissie, hetzij op aanbeveling van de Commissie na raadpleging van de ECB en het Europees Parlement. De goedgekeurde wijziging zou vervolgens aan de lidstaten ter ratificatie worden voorgelegd, in overeenstemming met hun respectieve grondwettelijke bepalingen. In een verklaring gehecht aan de Slotakte van de Intergouvernementele Conferentie ter voorbereiding van het Verdrag van Nice, hebben de regeringen van de lidstaten hun verwachting uitgedrukt dat een aanbeveling in de zin van Artikel 10.6 zo snel als mogelijk na de inwerkingtreding van het Verdrag zou worden voorgelegd. Het afgelopen jaar heeft de Raad van Bestuur de mogelijke opties voor een aanpassing van zijn stemprocedures uitvoerig besproken, en een unaniem akkoord bereikt omtrent een herziening van Artikel 10.2 van de Statuten, dat in februari 2003 aan de EU-Raad werd voorgelegd als ECB Aanbeveling (ECB/2003/1). (De essentie van deze aanbevolen aanpassing van de stemprocedures binnen de Algemene Raad wordt uitvoerig uiteengezet in Hoofdstuk XIII).

3.2 Het geplaatste kapitaal van de ECB en het plafond op de externe reserves

In het kader van de uitbreiding hebben de Raad van Bestuur en de Algemene Raad van de ECB tevens de kwestie besproken van de opwaartse aanpassingen van het geplaatste kapitaal van de ECB en van het plafond op de initiële overdrachten van externe reserves door de NCB's aan de ECB. Dit was noodzakelijk geworden omdat de ECB – volgens de huidige regels – genoodzaakt zou zijn geweest

om na de uitbreiding van het ESCB een aanzienlijk bedrag van haar volgestorte kapitaal aan de huidige leden van het ESCB terug te betalen. Zonder enige aanpassing zou de ECB tevens externe reserves hebben moeten terugstorten na de invoering van de euro door de nieuwe lidstaten. Deze gevolgen zouden wel heel ongelegen zijn gekomen op een ogenblik dat de uitbreiding de operationele activiteiten van de ECB en de daaraan verbonden kosten naar alle verwachting zal opdrijven.

Meer bepaald zouden alle NCB's die deelnemen aan het ESCB in overeenstemming met de Statuten van het ESCB inschrijven op het kapitaal van de ECB – momenteel € 5.000 miljoen – volgens een verdeelsleutel die het aandeel van hun landen in de bevolking en het bbp van de Gemeenschap weerspiegelt. Om aan de nieuwe NCB's een weging in de kapitaalsleutel toe te kennen op het ogenblik van toetreding tot het ESCB, zouden de wegingen van de reeds deelnemende NCB's onvermijdelijk afnemen. Vermits volgens de huidige ECB-afspraken met betrekking tot de volstorting van het geplaatste kapitaal werd beslist dat de NCB's van het Eurosysteem de aandelen waarop ze hebben ingeschreven zouden volstorten, terwijl de NCB's van de lidstaten die de euro nog niet hebben aangenomen slechts 5% moeten betalen van de aandelen waar ze hebben op ingeschreven, zou de aanpassing van de wegingen in de kapitaalsleutel na de toetreding van de nieuwe NCB's uiteindelijk leiden tot een verlaging van het totale bedrag van het volgestorte kapitaal.

Vermits dit effect zich onmiddellijk zou hebben doen gevoelen bij de toetreding van de nieuwe lidstaten tot de EU en van hun NCB's tot het ESCB, zouden vertekeningen ten aanzien van de overdracht van externe reserves later zijn opgetreden, namelijk wanneer de nieuwe lidstaten de euro invoeren. Op dit ogenblik ligt het plafond op de initiële overdrachten van externe reserves naar de ECB op € 50.000 miljoen en hebben de NCB's van het eurogebied externe reserves aan de ECB overgedragen in verhouding tot hun kapitaalsleutel. Om bij het huidige plafond de toekomstige proportionele overdrachten van

externe reserves door de NCB's van alle aspirant-lidstaten van het eurogebied mogelijk te maken, zou de ECB bijgevolg externe reserves hebben moeten heroverdragen aan de NCB's van het huidige eurogebied.

Om die negatieve gevolgen van de uitbreiding te vermijden, hebben de besluitvormende organen van de ECB de Europese Commissie gesuggereerd de nodige stappen te ondernemen met het oog op een passende technische wijziging van de Statuten van het ESCB. In oktober 2002 keurde de ECOFIN-Raad conclusies goed waarin werd aanbevolen dat – in het Toetredingsverdrag – onder Artikel 49 van de Statuten een nieuwe paragraaf zou worden toegevoegd. Deze nieuwe paragraaf bepaalt dat het geplaatste kapitaal van de ECB en het plafond op de initiële overdrachten van externe reserves door de NCB's zullen worden verhoogd na de toetreding van de nieuwe lidstaten. Deze verhogingen zullen automatisch gebeuren en in verhouding zijn tot het gewicht van de NCB's van de nieuwe lidstaten in de verruimde kapitaalsleutel.

3.3 Masterplan

De uitbreiding van het ESCB vergt een herziening van talrijke functies van de ECB en infrastructures van het ESCB, teneinde beide organen in staat te stellen hun verantwoordelijkheden op te nemen en hun doelstellingen te bereiken.

De ECB is gestart met de ontwikkeling van een Toetredingsmasterplan dat als leidraad zal fungeren voor de planning, implementatie en controle van de ECB-activiteiten in alle functionele domeinen ter voorbereiding op de uitbreiding van het ESCB en, in een later stadium, van het Eurosysteem. Het Masterplan is geïnspireerd door het EMI-Masterplan, dat het vereiste organisatorische en logistieke kader voorbereidde om het ESCB in staat te stellen zijn taken in de derde fase van de EMU te vervullen.

Talrijke infrastructuurprojecten met een vrij lange aanlooptijd zijn momenteel goed en wel

aan de gang. Bovendien heeft de ECB reeds activiteiten ondernomen om de centrale banken van de kandidaat-lidstaten vertrouwd te maken met het kader van het ESCB, en om hen te helpen bij de voorbereiding van hun integratie in het ESCB.

De Masterplan-activiteiten, die in de loop van 2003 nog verder zullen worden opgevoerd, moeten ervoor zorgen dat alle relevante aangelegenheden tijdig worden behandeld, teneinde een vlotte integratie van de centrale banken van de nieuwe lidstaten in het kader van het ESCB mogelijk te maken zonder de algemene operationele integriteit van de ESCB-systemen aan te tasten.

3.4 Beoordeling van de betalings- en clearing- en vereffeningssystemen voor effecten in de kandidaat-lidstaten

In 2002 heeft de ECB – in nauwe samenwerking met de NCB's en de centrale banken van de kandidaat-lidstaten – de veiligheid en efficiëntie beoordeeld van de betalings- en clearing- en vereffeningssystemen voor effecten en van de daaraan verbonden toezichtfuncties in de 12 kandidaat-lidstaten. De beoordeling was gebaseerd op discussies ter plaatse met de centrale banken van de kandidaat-lidstaten, andere verantwoordelijke nationale autoriteiten, systeembeheerders en marktdeelnemers. Zij was vooral gericht op materies die verband hielden met de uitbreiding van de EU, eerder dan op de vereisten van het eurogebied. Er werd aandacht besteed aan aspecten zoals het gebruik van diverse betalingsinstrumenten, de degelijkheid van de marktinfrastuctuur en de belangrijkste betalings- en clearing- en vereffeningssystemen voor effecten die in de betrokken landen reeds operationeel zijn of nog ontwikkeld worden. Zij spitste zich ook toe op de automatiserings- en standaardiseringsgraad, de effectiseringsgraad en de toereikendheid van onderpand, de rol van de centrale bank en haar bevoegdheid, vermogen en doelstellingen inzake toezicht.

Hoewel geoordeeld werd dat de situatie ter zake in alle kandidaat-lidstaten nog vatbaar is voor verbetering, heerst tevens de overtuiging dat de desbetreffende betalingssystemen en clearing- en vereffeningssystemen voor effecten geen problemen opleveren die een ernstige belemmering zouden vormen voor toetreding tot de EU. De ECB richtte zowel algemene als landenspecifieke aanbevelingen ter verbetering van bepaalde materies aan alle centrale banken van de kandidaat-lidstaten. De algemene bevindingen en aanbevelingen van de beoordelingsoefening werden ook meegedeeld aan de Europese Commissie ten behoeve van haar verslag getiteld "Op weg naar de uitgebreide Unie – Strategiedocument en Verslag van de Europese Commissie over de vorderingen van de kandidaat-lidstaten op weg naar toetreding", gepubliceerd in oktober 2002.

3.5 Vertrouwelijkheidsakkoord met de centrale banken van de kandidaat-lidstaten

Gelet op de nakende uitbreiding van de EU en de daaruit voortvloeiende nauwere samenwerking tussen het ESCB en de centrale banken van de nieuwe lidstaten, ontstond er behoefte aan een overkoepelend akkoord over de uitwisseling van vertrouwelijke informatie tussen het ESCB en de centrale banken van de kandidaat-lidstaten. Over dit Vertrouwelijkheidsakkoord werd onderhandeld tussen het ESCB en de centrale banken van de 12 kandidaat-lidstaten. Het vormt een aanvulling op alle afzonderlijke, bestaande akkoorden tussen de ECB en sommige centrale banken van de kandidaat-lidstaten. Het is bedoeld om ervoor te zorgen dat de partijen gemeenschappelijke minimumnormen in acht nemen bij het behandelen van vertrouwelijke informatie. Het akkoord is niet alleen van toepassing op documenten, maar in het algemeen op alle informatie die wordt uitgewisseld tussen het ESCB en de centrale banken van de kandidaat-lidstaten. Dit is des te belangrijker daar de centrale banken van de eerste tien nieuwe lidstaten zullen worden uitgenodigd om, na de ondertekening van het Toetredingsverdrag, als

waarnemers deel te nemen aan de ESCB-comités.

3.6 Samenwerking in het vlak van controle op vervalste bankbiljetten

Naar aanleiding van het opstarten van de werkzaamheden van het Analysecentrum voor Nagemaakte Bankbiljetten en het Controlerend systeem voor Namaakgeld van de ECB, heeft de ECB ook samengewerkt met de centrale banken van de kandidaat-lidstaten teneinde eurovalsemunterij te voorkomen en op te sporen. In dit verband heeft de ECB de centrale banken van de kandidaat-lidstaten beoordeeld teneinde die centrale banken in kaart te brengen die in hun respectieve landen een duidelijke taak vervullen ten aanzien van het onderzoek naar en de analyse van vervalste bankbiljetten. Op basis hiervan werden de centrale banken van vijf kandidaat-lidstaten geselecteerd als mogelijke eerste kandidaten voor een dergelijke samenwerking, en werd een modelovereenkomst inzake samenwerking opgesteld. Uiteindelijk wil de ECB met alle centrale banken van de kandidaat-lidstaten een dergelijke samenwerking op gang brengen.

3.7 Centrale-banksamenwerking

In 2002 bleven de ECB en de NCB's van het eurogebied de centrale banken van de kandidaat-lidstaten helpen bij hun technische voorbereidingen op een vlotte integratie in het ESCB en in een later stadium in het Euro-

systeem. Er werd met name assistentie verleend door de centrale banken van de kandidaat-lidstaten vertrouwd te maken met het operationele en functionele kader van het ESCB en van het Eurosysteem, en door deskundige bijstand te verlenen in diverse essentiële centrale-bankaangelegenheden. Hierdoor bleef de samenwerking tussen het Eurosysteem en de centrale banken van de kandidaat-lidstaten in 2002 intens.

In 2002 werden meer dan 300 samenwerkingsactiviteiten tussen de centrale banken opgezet, wat het totale aantal technische-samenwerkingsactiviteiten sinds eind 1999 op circa 1.000 brengt. Sinds 1999 werd bijstand verleend inzake betalingssystemen, juridische convergentie en andere aangelegenheden die verband houden met het juridische kader van het ESCB, de economische beleidsvoering en analyse, statistiek, het monetaire beleid en het operationele kader, handel in deviezen, toezicht, boekhoudkundige normen, eurobankbiljetten, interne audit, informatietechnologie en liberalisering van de kapitaalrekening. De samenwerking behelsde seminars en workshops voor experts, bilaterale ontmoetingen op deskundigenniveau, overleg op hoog niveau, opleidingen, stages en specifieke technische bijstandsverlening. In sommige gevallen hebben experts van het Eurosysteem en van de centrale banken van de kandidaat-lidstaten gezamenlijke analyses opgesteld, onder meer inzake de stand van de juridische voorbereidingen op het EU-lidmaatschap, de betalings- en effectenafwikkelingssystemen, de financiële sectoren, en diverse aspecten van het statistische kader in de kandidaat-lidstaten.

zomer 2002



Fototentoonstelling van de ECB "The Making of the Euro" bij de Banco de España in Madrid en Barcelona

Hoofdstuk VII

De productie en uitgifte van bankbiljetten

I De invoering van de chartale euro en ontwikkelingen in de circulatie

De Raad van Bestuur heeft besloten dat het Eurosysteem, hetgeen inhoudt de ECB en de nationale centrale banken in het eurogebied, eurobankbiljetten dienen uit te geven. In navolging van dit besluit zijn met ingang van 1 januari 2002 in de twaalf deelnemende lidstaten euro bankbiljetten en -munten in omloop gebracht als het nieuwe chartale geld voor meer dan 300 miljoen Europese burgers. Dankzij de uitvoerige voorbereidingen van alle betrokken professionele partijen en in het bijzonder dankzij hun grote inspanningen gedurende de overgangperiode in januari en februari 2002 is de invoering van de chartale euro zeer soepel verlopen. Het welslagen van deze unieke operatie is tevens te danken aan de gunstige ontvangst van de euro bij het brede publiek, dat de chartale euro begin 2002 probleemloos heeft geaccepteerd.

I.1 Frontloading en fijndistributie van eurobankbiljetten en -munten in 2001

Een belangrijke rol bij de soepele overgang speelden de zogenaamde “frontloading” van grote voorraden eurobiljetten en -munten aan kredietinstellingen en de “microdistributie” van startvoorraden bankbiljetten en munten door de kredietinstellingen naar de detailhandel gedurende de laatste vier maanden van 2001. Uit een oogpunt van logistiek zijn deze operaties als essentieel te beschouwen voor de realisatie van een van de voornaamste doelstellingen van het overgangsscenario, namelijk dat het merendeel van de contante transacties medio januari 2002 in euro verricht zou kunnen worden. Al met al hebben de nationale centrale banken van het eurogebied 6,4 miljard eurobiljetten met een nominale waarde van rond € 133 miljard gedistribueerd over kredietinstellingen in en buiten het eurogebied. De voornaamste partijen betrokken bij de overgang waren dan ook zeer goed voorbereid op de invoering van de chartale euro per 1 januari 2002. Omdat voor het verrichten van betalingen vooral de kleine cou-

pures benodigd waren, omvatte de frontloading gemeten in aantallen rond 80% van de overgangsvorraden aan die coupures. Tegelijkertijd werden rond 38 miljard euromunten voorafgaand aan €-day gedistribueerd over het bankwezen en de detailhandel, en in beperkte mate, in de vorm van starter-kits, onder de inwoners van het eurogebied – in totaal 97% van het totale tijdens de overgangperiode benodigde volume.

I.2 Invoering van de eurobiljetten en -munten tijdens de introductieperiode in 2002

Boven op de genoemde distributie in het kader van de frontloading bracht het Eurosysteem tijdens de eerste helft van januari 2002 nog eens 1,7 miljard bankbiljetten met een nominale waarde van € 67 miljard in omloop. Op 15 januari 2002 bereikte de bankbiljettencirculatie (inclusief de kluisvoorraden bij MFI's) met 8,1 miljard stuks een hoogtepunt. Daarna nam het volume van de eurobiljettencirculatie, ondanks een aanhoudende stijging van de nominale waarde, af met 7,5% tot 7,5 miljard biljetten op 1 maart 2002, toen de chartale euro het enige wettige betaalmiddel in het eurogebied werd. Dit valt wellicht te verklaren uit het feit dat er in de eerste helft van januari 2002 uit voorzorg vanuit zowel het kredietwezen als de toonbanksector grote vraag ontstond naar kleine coupures (vooral biljetten van € 5 en € 10) voor gebruik als wisselgeld. Deze mogelijke verklaring wordt gestaafd door het gegeven dat tussen medio januari en eind februari 2002 het aantal in omloop zijnde € 5-biljetten daalde met 34% en het aantal € 10-biljetten met 17%, terwijl de vraag naar alle andere bankbiljetcoupures in dezelfde periode bleef toenemen.

Tijdens de twee overgangsmaanden bleef de waarde van de bankbiljettencirculatie sterk groeien, van € 133 miljard begin januari tot € 247 miljard aan het eind van februari – een

toename van 86%. Op dat ogenblik vertegenwoordigden de eurobiljetten in omloop reeds 86,5% van de totale waarde van alle eurobiljetten en nationale valutabiljetten in omloop.

Gezien het grote volume aan euromunten, met een nominale waarde van € 12,4 miljard, dat tijdens de frontloading-operatie onder banken en andere professionele doelgroepen was verspreid, nam het aantal euromunten in omloop tijdens de eerste twee weken van de overgangperiode met slechts 2,6% toe. Evenals bij de eurobiljetten vertoonde ook het aantal in omloop zijnde euromunten op 15 januari een piek met 38,6 miljard stuks ter waarde van € 12,6 miljard (exclusief de voorraden bij de NCB's). Vanaf medio januari 2002 nam het aantal euromunten in omloop enigszins af, om aan het eind van de duale periode uit te komen op 25,8 miljard. De waarde van de euromunten in omloop daalde tussen medio januari en eind februari met 8,2% tot € 11,5 miljard.

1.3 Het verdere beloop gedurende 2002 van de aantallen eurobiljetten en -munten

De geringe daling van het aantal eurobiljetten in omloop hield aan tot april 2002, toen met 7,2 miljard een minimum werd bereikt. Aan het eind van 2002 was het aantal eurobiljetten in omloop weer licht gestegen, tot 8,2 miljard (+ 13,8%). De waarde van de eurobiljettencir-

culatie bleef van maart tot december 2002 stijgen, met in totaal 45,3% tot € 359 miljard. Deze ontwikkeling is voornamelijk toe te schrijven aan de forse vraag naar hoogwaardige coupures, met name de € 500 en de € 200. De nog niet afgestorte biljetten in de nationale munteenheden meegerekend beliep de totale bankbiljettencirculatie per eind 2002 97,8% van de waarde van de bankbiljettencirculatie per eind 2000.

Een soortgelijke tendens als bij de eurobankbiljetten viel waar te nemen ten aanzien van het aantal euromunten in omloop, dat licht daalde tot het in april 2002 op 34,7 miljard een dieptepunt bereikte, bij een nominale waarde van € 11 miljard, om daarna tot eind december weer enigszins op te lopen tot 40,0 miljard stuks, ter waarde van € 12,4 miljard.

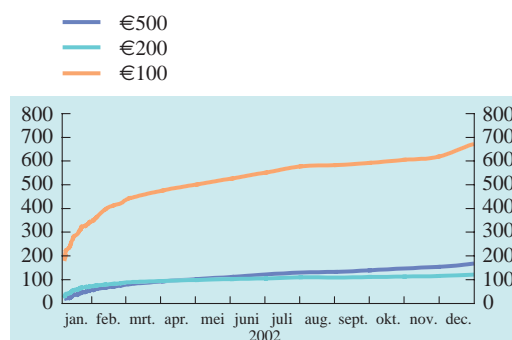
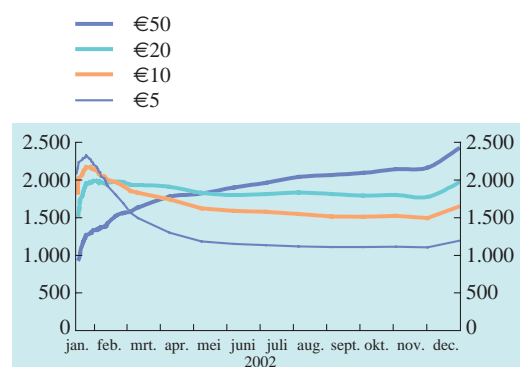
1.4 Intrekking van de nationale valuta's

De bankbiljettencirculatie luidend in de "oude" nationale munteenheden bleef betrekkelijk normaal tot medio 2001, toen het naderen van de chartale overgang een beduidende retourstroom aan bankbiljetten op gang bracht die vervolgens, vanaf het begin van de frontloading-periode in september, sterk aanzwol. Een beduidend deel van de terugkerende biljetten bestond uit de grotere coupures. In totaal viel de waarde van nationale bankbiljettencirculaties in 2001 met 29% terug van € 380 miljard tot € 270 miljard. In

Grafiek 33

Eurobankbiljetten in omloop in 2002

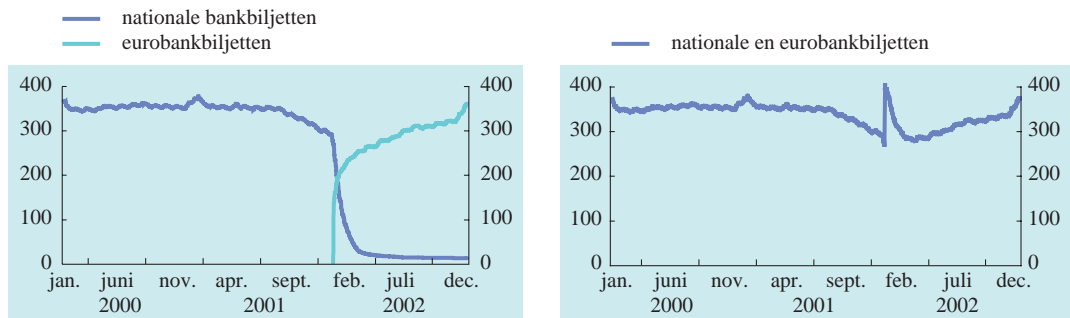
(miljoenen stuks)



Grafiek 34

Bankbiljetten in omloop tijdens de periode 2000–2002

(miljoenen euro)



aantallen namen de nationale bankbiljetten-circulaties in 2001 af van 11,7 miljard tot 9,6 miljard stuks. In de eerste twee maanden van 2002 werden in totaal 6,7 miljard nationale bankbiljetten, oftewel 70% van het aantal dat eind 2001 nog in omloop was, buiten omloop gesteld. Gedurende deze periode werd dagelijks tussen de 4% en 6% van de resterende waarde aan nationale biljetten in omloop bij de nationale centrale banken afgestort. Bijge-

volg daalde de waarde van de nationale bankbiljettencirculaties in januari en februari scherp, met respectievelijk € 178 miljard en € 58 miljard. In de resterende maanden van 2002 nam de retourstroom aan nationale bankbiljetten beduidend af. Aan het eind van het jaar bedroeg de waarde van de nog niet afgestorte nationale bankbiljetten € 13,3 miljard.

2 De productie van eurobiljetten en -munten

2.1 De productie van eurobiljetten

Na de geslaagde invoering van de eurobankbiljetten heeft het Eurosysteem de bij de productie van de biljetten gehanteerde standaards, methoden en procedures diepgaand geëvalueerd met het doel zowel de kwaliteit van de biljetten als de algehele efficiëntie van het productieproces te verbeteren. Bij deze evaluatie werd gebruikgemaakt van de ervaring opgedaan bij de producenten en van reacties vanuit het publiek, het bankwezen en andere groepen gebruikers van eurobiljetten. Ook werden nieuw beschikbaar gekomen technieken en processen voor zowel productie als kwaliteitscontrole geëvalueerd en ingevoerd ten behoeve van het vervolg van het productieproces, hetgeen heeft geresulteerd in verbeterde standaards bij de producenten. Bovendien werd sterker de nadruk gelegd op de beheersing van arbeidsomstandigheden in verband met de productie en het gebruik van bankbiljetten, een en ander overeenkomstig

de in het bedrijfsleven geldende normen. Daarnaast werden de diverse bij de productie van eurobiljetten toegepaste materialen geïnventariseerd.

Dit continue verbeteringsproces zal eveneens worden toegepast op toekomstige productieprogramma's, voor zowel de huidige als toekomstige series bankbiljetten. Enkele nieuwe, verbeterde kwaliteitsnormen werden geformuleerd ten behoeve van de bankbiljettenproductie in 2003.

In april 2001 heeft de Raad van Bestuur besloten dat de productie van eurobankbiljetten de komende jaren zal plaatsvinden volgens een decentraal productieplan op basis van taakverdeling ("pooling-systeem"). Dit houdt in dat elk van de NCB's in het eurogebied wordt belast met de levering van een toegewezen aandeel in de totale aanmaak van een gering aantal coupures. Het pooling-systeem draagt bij tot de gegarandeerd constante kwaliteit

van de bankbiljetten door het aantal producenten per coupure te beperken. Bovendien profiteert het Eurosysteem zo van schaalvoordelen bij de bankbiljettenproductie.

De hierdoor noodzakelijke uitwisseling van nieuw gedrukte bankbiljetten tussen de NCB's vindt plaats met gesloten beurzen. In 2002 zijn de procedures voor de keuring en de controle van bankbiljetten en het toezicht op het productieproces verder verbeterd.

De totale behoefte aan nieuwe biljetten voor 2002 kwam op 4,8 miljard stuks. Deze biljetten zijn bedoeld om een eventuele groei van de circulatie op te vangen en afgekeurde biljetten te vervangen, en om ervoor te zorgen dat de NCB's voldoende logistieke voorraden hebben om aan elk verzoek om bankbiljetten te voldoen, ook tijdens seizoenspieken.

De logistieke voorraden aan biljetten van € 200 en € 500 die uit de initiële productie waren aangelegd, werden voldoende geacht om in 2002 aan de vraag te voldoen. Tabel 18 bevat een overzicht van de productiequota voor elk der nationale centrale banken.

2.2 Voorraadbeheer en aanleg van de Strategische Voorraad van het Eurosysteem

De behoefte aan verdergaande samenwerking werd niet alleen gevoeld met betrekking tot de productie maar ook ten aanzien van de uitgifte van eurobankbiljetten. Dit heeft onder meer geleid tot afspraken over een kader voor het beheer van logistieke voorraden binnen het Eurosysteem.

Voorts heeft de Raad van Bestuur een besluit genomen over de productie van de bankbiljetten en overige regelingen om te komen tot de aanleg van een Strategische Voorraad van het Eurosysteem (Eurosystem Strategic Stock, ESS). Deze voorraad is bedoeld om te worden aangesproken in gevallen waarin het Eurosysteem niet in staat is uit zijn logistieke voorraden te voldoen aan een onverwacht toege-

Tabel 18

Toegewezen quota voor de bankbiljettenproductie in 2002

Coupure	Aantal (in miljoenen biljetten)	Nom. waarde (in miljoenen euro)	NCB's belast met productie
€5	1.131	5.655	FR, NL, AT, PT
€10	1.045	10.450	DE, GR, IE
€20	1.555	31.100	ES, FR, IT, FI
€50	742	37.100	BE, ES, NL
€100	307	30.700	IT, LU
Totaal	4.780	115.005	

nomen vraag naar eurobankbiljetten, of indien er een plotselinge hapering in de levering van eurobankbiljetten optreedt. De ESS bestaat uit 30% van de totale waarde aan eurobiljetten in omloop, aangehouden in de drie grootste coupures, en voorts uit 20% van het aantal kleinere coupures in omloop, aangehouden in die coupures zelf. Bijgevolg omvat de ESS thans rond 1,74 miljard bankbiljetten.

Het ongebruikte deel van de Centrale Reservevoorraad, aangelegd om het risico van een tekort aan bankbiljetten tijdens de chartale omwisseling te ondervangen, is overgeheveld naar de ESS. Een ander deel van de ESS zal, tezamen met de bankbiljetten voor de logistieke behoefte van de NCB's, in 2003 worden geproduceerd.

2.3 Ondersteuning bij de productie van euromunten

De lidstaten zijn zelf verantwoordelijk voor de productie van euromunten. De ECB toetst als onafhankelijk beoordelaar de kwaliteit van de munten. Ze heeft een rol gespeeld bij de invoering en handhaving van een gemeenschappelijk kwaliteitsmanagement-systeem bij alle muntbedrijven. In 2002 is de productie van munten in een lager tempo voortgezet. De kwaliteit van de munten werd voortdurend gecontroleerd aan de hand van maandelijkse kwaliteitsrapportages, kwaliteitsinspecties en steekproefsgewijze controles van nieuw geproduceerde munten.

3 Gemeenschappelijk Eurosysteem-beleid inzake chartale diensten

De invoering van de chartale euro betekende een uitdaging voor de nationale centrale banken van het eurogebied, die elk hun eigen tradities en praktijken hadden op het gebied van logistiek en dienstverlening ten aanzien van contante transacties. De Raad van Bestuur heeft bij diverse gelegenheden gewezen op het belang van een "level playing field" voor kasdiensten en heeft een aantal maatregelen getroffen ter bevordering van eerlijke concurrentie op dit terrein.

3.1 Eén beleid binnen het Eurosysteem ten aanzien van tarieven, openingstijden en validering bij contante transacties aan de balie van NCB's

Op 1 maart 2002 werd binnen het Eurosysteem een gemeenschappelijk tariefbeleid van kracht ten aanzien van contante transacties met professionele cliënten. Hierin worden verschillende niveaus van dienstverlening onderscheiden:

- gratis diensten: dit zijn de meest elementaire diensten die elke NCB verleent uit hoofde van haar unieke rol als verschaffer van contant geld aan de economie;
- tariefgebonden diensten: dit zijn vormen van extra dienstverlening die een NCB naar believen kan aanbieden. Voor zulke facultatieve diensten wordt een tarief berekend, in het besef dat ook andere, commerciële partijen deze diensten kunnen aanbieden.

Voorts heeft de Raad van Bestuur besloten tot een gemeenschappelijk standpunt ten aanzien van openingstijden en regels voor validering bij contante transacties aan de balie van NCB's. Uit hoofde van de doelstelling een "level playing field" te bevorderen, heeft de Raad de volgende maatregelen getroffen:

- De NCB's dienen gedurende ten minste zes uur per werkdag (de duur van de open-

stelling wordt op nationaal niveau bepaald) op één of meer locaties de mogelijkheid te bieden om bankbiljetten en munten af te storten of op te nemen.

- Het valideren van contante transacties binnen bovengenoemde openingstijden dient te geschieden op het tijdstip van afstorting of opnemingsaan de balie van een NCB.
- De NCB's mogen tevens maatregelen nemen uit hoofde van hun bijzondere rol en taken in eigen land (zoals verlengde openingstijden voor contante transacties of latere dan wel vroegere validering, hetgeen wat betreft het kostenniveau voor commerciële derde partijen hetzelfde effect heeft als verlenging van de openingstijden).

3.2 Vaststelling van een referentiekader voor het gebruik van geldinname/-uitgifte-automaten in het eurogebied

Bij wijze van extra maatregel is een gemeenschappelijk standpunt overeengekomen ten aanzien van het gebruik in het eurogebied van geldinname/-uitgifte-automaten. Het betreft zelfstandig werkende apparaten voor automatische inname, verwerking en uitgifte van bankbiljetten. Dit geheel geautomatiseerde proces verloopt zonder bijkomende handmatige verwerking van bankbiljetten en verkort de verwerkingscyclus, waardoor de kosten van de bankbiljettenverwerking beduidend worden teruggebracht.

Tijdens een rondetafelgesprek over deze geldinname/-uitgifte-automaten met de brancheorganisaties van het Europese bankwezen en de fabrikanten van de apparaten is gesproken over de organisatorische en technische facetten van het gebruik ervan. Hierop volgde de goedkeuring door de Raad van Bestuur van het Referentiekader voor het gebruik van geldinname/-uitgifte-automaten door kredietinstellingen alsmede andere instellingen in het eurogebied die beroepshalve deelnemen aan

de verwerking en verstrekking aan het publiek van bankbiljetten. De belangrijkste elementen van dit referentiekader zijn criteria voor de echtheidsbepaling van bankbiljetten en regels voor het sorteren van de biljetten op kwa-

liteit teneinde te voorkomen dat valse of verdachte biljetten, dan wel biljetten die moeten worden afgekeurd omdat ze bij voorbeeld beschadigd of vuil zijn, weer in omloop worden gebracht.

4 Bescherming van eurobankbiljetten tegen valsemunterij

Hoewel vervalsingen historisch gezien nooit meer dan een zeer klein gedeelte van de bankbiljettenomloop hebben uitgemaakt in wat thans het eurogebied is, heeft het Eurosysteem er zich niettemin toe verbonden de strengste normen te hanteren om de eurobankbiljetten te beschermen tegen valsemunterij. De eurobiljetten zijn zodanig ontworpen en ontwikkeld dat ze, inzake bescherming tegen valsemunterij, tot de meest geavanceerde ter wereld behoren. Bovendien heeft het Eurosysteem een grootscheepse informatiecampagne gevoerd met betrekking tot de veiligheidskenmerken van de eurobankbiljetten. Die campagne was zowel gericht op het grote publiek als op de mensen die beroepshalve met contant geld omgaan. Uit de resultaten van een in 2002 gehouden enquête en uit het aantal raadplegingen van de website van de voorlichtingscampagne bleek dat de reacties op de campagne positief waren. De doelmatigheid van de voorbereidingen op de overgang op de chartale euro wordt ook bevestigd door het feit dat het aantal in 2002 opgetekende vervalste eurobankbiljetten ongeveer een vierde bedroeg van het aantal in 2001 ontdekte vervalsingen in valuta van de landen die op de euro zijn overgegaan.

In 2002 zette het Eurosysteem een Analysecentrum voor Nagemaakte Bankbiljetten op, dat de invoering coördineert, in een algemene databank in de ECB, van de statistische en technische informatie over valse bankbiljetten afkomstig van de Nationale Analysecentra uit het hele eurogebied. In 2002 werden 167.118 vervalsingen genoteerd.

	€ 5	€ 10	€ 20	€ 50
Kwantiteit	1.039	3.108	14.845	136.133
Percentage	0,6	1,9	8,9	81,4
	€ 100	€ 200	€ 500	Totaal
Kwantiteit	10.307	1.525	161	167.118
Percentage	6,2	0,9	0,1	100

Zoals onmiddellijk blijkt, lag het aantal valse bankbiljetten van €50 bijzonder hoog, wat erop wijst dat het namaken van die coupure een soort compromis is tussen een zo groot mogelijke winst en een zo klein mogelijke kans dat het publiek het biljet nauwkeurig onderzoekt.

Met betrekking tot de spreiding over het jaar, blijkt al lang dat het aantal vervalsingen seizoenschommelingen vertoont, met pieken in de vakantieperiodes. In 2002 tekende dat normale patroon zich niet af. In de eerste helft van dat jaar werden zeer weinig vervalsingen opgetekend, vermits de eurobankbiljetten nog steeds als een nieuwigheid werden beschouwd, die door het publiek nauwkeurig werden bekeken, waardoor het onwaarschijnlijk was dat ze zouden worden nagemaakt. In de tweede helft van 2002 nam het aantal opgetekende vervalsingen toe, hoewel het naar historische maatstaven relatief gering bleef.

Ook de kwaliteit van de vervalsingen was doorgaans slecht. Hoewel een aantal vernuftige technieken werden aangewend, werden geen vervalsingen ontdekt die niet aan het licht konden worden gebracht met "look-feel-tilt" tests, die door het Eurosysteem worden aangeraden voor het herkennen van echte eurobankbiljetten. Het Eurosysteem blijft niettemin de ontwikkelingen in de grafische

industrie volgen en beoordeelt de gevaren welke die ontwikkelingen doen rijzen in termen van hoogwaardige vervalsingen. De recente technologische ontwikkelingen hebben er het Eurosysteem, net als vele andere instellingen die bankbiljetten uitgeven, immers toe genoopt flink wat te investeren in onderzoek en ontwikkeling (R & D). De eurobankbiljetten bevatten reeds allerlei echtheidskenmerken, waardoor het vervalsen van bankbiljetten moeilijker wordt en het opmerken van vervalsingen gemakkelijker.

Het Eurosysteem spitst zijn inspanningen inzake R & D momenteel vooral toe op activiteiten die de integriteit van de eurobankbiljetten handhaven in het licht van het gevaar voor vervalsingen. Zij zijn zowel gericht op de technische grondbeginselen van toekomstige ontwerpen van bankbiljetten als op de verbetering van de bestaande echtheidskenmerken. Dat werk is essentieel om te voldoen aan de vereisten waaraan de eurobankbiljetten in de toekomst zullen moeten beantwoorden. Het Eurosysteem volgt van nabij de ontwikkelingen inzake valsemunterij in het eurogebied en zal, zo nodig, passende tegenmaatregelen nemen.

Het Eurosysteem bleef in 2002 ook meewerken aan de internationale samenwerking inzake afschrikmaatregelen tegen vervalsingen. In april besloot de internationale gemeenschap dat het noodzakelijk was extra middelen uit te trekken met het oog op het uitproberen en het ten uitvoer leggen van technieken die vervalsingen moeten tegengaan. De ECB begon na te gaan of het mogelijk was een technische eenheid onder te brengen in Frankfurt en in juni 2002 besloot de Raad van Bestuur een International Counterfeit Deterrence Centre (ICDC) op te zetten met personeel van de ECB en ambtenaren van andere emissie-autoriteiten. Het ICDC is het internationale contactpunt voor emissie-instellingen en andere instanties die betrokken zijn bij de bestrijding van vervalsingen. Het voert eveneens scanningtests uit ter controle van de afschrikmiddelen in de geselecteerde productieapparatuur en treedt op als technisch referentiepunt. Over de finale details betreffende het opzetten en het financieren van het ICDC werd in december 2002 een akkoord bereikt.



*Opening van de Europese School in Frankfurt
op 5 september 2002*



Hoofdstuk VIII

Betalings- en effectenafwikkelingssystemen

Samenvatting

Het Eurosysteem vervult zijn taak om de goede werking van betalings- en afwikkelings-systemen te bevorderen door het aanbieden van betalings- en effectenafwikkelingsfaciliteiten, door toezicht te houden op in euro werkende betalings- en afwikkelingsystemen en door te fungeren als katalysator voor verandering.

Wat de operationele kant betreft, heeft het *Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer-systeem (TARGET)* in 2002 soepel en goed gefunctioneerd, waarbij de verwerkte betalingen, zowel qua aantal als qua het daarmee gemoeide bedrag, een sterke groei hebben vertoond. Gedurende het verslagjaar heeft de Raad van Bestuur een aantal strategische besluiten genomen met betrekking tot de toekomst van TARGET en de aansluiting van de kandidaat-lidstaten op het systeem. TARGET2 zal na overleg met de gebruikers worden ontworpen.

Wat de operationele betrokkenheid van het Eurosysteem bij het effectenverkeer betreft, is het correspondentenmodel voor centrale banken, dat was bedoeld als tussenoplossing om het grensoverschrijdende gebruik van onderpand mogelijk te maken, het belangrijkste instrument voor dit doel gebleven; het model zal verder worden verbeterd. Voor nadere gegevens over de ontwikkelingen in 2002 met betrekking tot het gebruik van onderpand bij het verkrijgen van krediet binnen de werkdag in TARGET en bij de monetaire-beleidstransacties, wordt verwezen naar Hoofdstuk II, paragraaf 1.6, over beleenbare activa.

Bij de tenuitvoerlegging en verdere ontwikkeling van het toezicht worden alle stelselkritische systemen getoetst aan de "Core Princip-

les for Systemically Important Payment Systems" (Bank voor Internationale Betalingen, Bazel, januari 2001), die in februari 2001 door de Raad van Bestuur als minimumnormen zijn vastgesteld. Bovendien zijn openbare consultaties gehouden met betrekking tot de toezichtnormen voor systemen voor kleine betalingen in euro en met betrekking tot beveiligingsdoelstellingen voor elektronisch geld. Sinds de aanvang van de werkzaamheden van het CLS-systeem (*Continuous Linked Settlement*) in september 2002, treedt de ECB op als verevenende instantie voor de eurobetalingen van de bij CLS aangesloten banken en als medetoezichthouder naast de Fed als eerstverantwoordelijke toezichthouder.

Op het terrein van de kleine betalingen treedt het Eurosysteem op als katalysator bij het tot stand brengen van verandering; het steunt daarbij de door het bankwezen ontwikkelde initiatieven om te komen tot een gemeenschappelijk betalingsgebied voor de euro. Het streven is er hier op gericht de burgers van Europa in staat te stellen betalingen binnen het eurogebied even snel, veilig en doelmatig te verrichten als binnenlandse betalingen.

Met betrekking tot clearing- en afwikkelings-systemen voor effectentransacties is voortgegaan met de toetsing van effectenafwikkelingsystemen die mogen worden gebruikt voor de verwerking van onderpand bij krediettransacties van het Eurosysteem, en is het proces van integratie en consolidatie van de effectenmarkten nauwgezet gevolgd. De samenwerking met het Comité van Europese Effectenregelgevers is voortgezet met als doel Europese standaarden voor clearing en verevening te ontwikkelen op basis van internationaal overeengekomen aanbevelingen.

I De betalings- en afwikkelingsystemen van het Eurosysteem

I.1 TARGET

TARGET is een essentieel onderdeel van de geïntegreerde eurogeldmarkt, die zelf weer een eerste voorwaarde vormt voor de effectieve tenuitvoerlegging van het gemeenschappelijke monetaire beleid. De twee andere hoofddoelstellingen van TARGET werden ook verder verwezenlijkt, te weten de verhoging van de doelmatigheid van grensoverschrijdende betalingen in euro en het bieden van een betrouwbaar en veilig mechanisme voor de afwikkeling van hoogwaardige binnenlandse en grensoverschrijdende betalingen.

In 2002 heeft TARGET, in bedragen gemeten, bijna 85% van de totale omzet aan hoogwaardige betalingen in euro verwerkt (tegen bijna 75% in 2001). Deze groei was onder meer het gevolg van de voortgaande marktconsolidatie, zoals die tot uiting kwam in de sluiting van het hybride systeem Euro Access Frankfurt (EAF) toen de Deutsche Bundesbank het RTGS^{plus}-systeem in gebruik nam. De voortgaande stijging van het via TARGET verwerkte grensoverschrijdende betalingsverkeer geeft ook aan dat de rol van het stelsel van correspondentbanken in het eurogebied sinds de invoering van de euro in belang is afgenomen. In 2002 waren op TARGET 1.560 rechtstreekse deelnemers aangesloten en 2.328 indirecte deelnemers, terwijl via het systeem aan ongeveer 40.000 banken en bankkantoren over de gehele wereld betalingen konden worden verricht.

Door TARGET verwerkte transacties

In 2002 heeft TARGET gemiddeld per dag 253.016 betalingen (zowel grensoverschrijdend als binnenlands) verwerkt, met een totale waarde van € 1.552 miljard. Dit komt ten opzichte van 2001 neer op een stijging van 20% qua aantal en 19% qua bedrag.

Van het door TARGET in 2002 in totaal verwerkte betalingsverkeer namen grensoverschrijdende betalingen qua bedrag 31% voor

Tabel 19
Betalingsverkeer in TARGET *)

Aantal betalingen	2001	2002	Mutatie, %
Totaal algemeen			
Totaal	53.663.478	64.519.000	20
Daggemiddelde	211.274	253.016	20
Binnenlands			
Totaal	42.164.099	50.785.315	20
Daggemiddelde	166.000	199.158	20
Grensoverschrijdend			
Totaal	11.499.379	13.733.685	19
Daggemiddelde	45.273	53.858	19
Waarde (EUR miljard)			
Totaal algemeen			
Totaal	329.992	395.635	20
Daggemiddelde	1.299	1.552	19
Binnenlands			
Totaal	201.389	271.914	35
Daggemiddelde	793	1.066	34
Grensoverschrijdend			
Totaal	128.603	123.721	-4
Daggemiddelde	506	485	-4

*) 2001: 254 werkdagen; 2002: 255 werkdagen.

hun rekening, tegen 39% in 2001, en qua aantal 21%, hetzelfde percentage als in 2001. Van de door TARGET verwerkte grensoverschrijdende betalingen bestond qua bedrag 96% en qua aantal 54% uit interbancaire betalingen en de rest uit cliëntenbetalingen. Het gemiddelde bedrag van een grensoverschrijdende interbancaire betaling was € 15,9 miljoen, tegen € 17,7 miljoen in 2001, en het gemiddelde bedrag van een grensoverschrijdende cliëntenbetaling € 0,8 miljoen, tegen € 1,0 miljoen in 2001. Voor nadere informatie, ook met betrekking tot piekdagen, wordt verwezen naar Tabel 19 en Tabel 20.

Tabel 20
Piekbelasting in TARGET in 2002

Aantal betalingen	cijfer	datum
Totaal	371.758	28 juni
Binnenlands	289.706	28 juni
Grensoverschrijdend	82.079	29 nov.
Waarde (EUR miljard)		
Totaal	2.172	28 juni
Binnenlands	1.489	28 juni
Grensoverschrijdend	689	29 nov.

Zoals ook al in 2001 het geval was, dienen TARGET-deelnemers hun betalingsopdrachten in het algemeen vroeg op de dag in. Om 1 uur 's middags is qua bedrag ruim 50% en qua aantal bijna 75% van de grensoverschrijdende dagomzet reeds in TARGET afgewikkeld. De ingebruikname van CLS in september 2002 heeft dit patroon verder versterkt, aangezien CLS-betalingen in euro moeten worden verricht tussen 7 en 12 uur in de ochtend. De vroege aanlevering komt de soepele werking van TARGET zeer ten goede en draagt bij aan het voorkomen van opstoppingen in het betalingssysteem als gevolg van liquiditeitskrapte later op de dag.

In 2002 is voor de eerste maal de kalender voor de lange termijn toegepast met betrekking tot de dagen waarop TARGET gesloten is. Tot nader order zal TARGET als geheel, met inbegrip van alle nationale *real-time* brutovereveningssystemen (RTBV-systemen), op de sluitingsdagen van TARGET zijn gesloten. Met de toepassing van de kalender voor de lange termijn wordt onzekerheid op de financiële markten, zoals die in de afgelopen jaren door kalenderwijzigingen ontstond, voorkomen.

Op 18 november 2002 is de nieuwe versie van TARGET met succes in gebruik genomen. De nieuwe versie voorzigt in hoofdzaak in onderhoud van programmatuur en in de validatie van het internationale bankrekeningnummer bij cliëntenbetalingen. Het gebruik van internationale bankrekeningnummers vormt een absolute voorwaarde voor en een verdere stap naar de verwerking van cliëntenbetalingen op zogeheten *straight-through*-basis.

Op 27 november 2002 heeft de Raad van Bestuur een nieuw beleidskader vastgesteld voor de aan de gebruikers van TARGET uit te keren vergoeding bij storingen in TARGET. Het nieuwe stelsel van vergoedingen is gebaseerd op bestaande marktusances en strekt ertoe voor bepaalde vormen van schade op snelle en gestandaardiseerde wijze vergoeding te bieden.

Beschikbaarheid van TARGET

De beschikbaarheid van TARGET is in 2002 verder verbeterd tot een niveau van 99,77%. Het aantal storingen waarbij het systeem buiten gebruik was, is ten opzichte van 2001 met 6% afgenomen. In 2002 zijn de noodvoorzieningen binnen TARGET verbeterd om de doelmatigheid ervan te verhogen, om te voorzien in de eisen die worden gesteld door stelselkritische betalingen alsmede CLS-transacties, en om te voorzien in de lessen die uit de gebeurtenissen van 11 september 2001 zijn getrokken. Bij uitgebreide proefnemingen en de daaropvolgende ingebruikname is het nut van de verbeterde noodvoorzieningen duidelijk gebleken.

Betrekkingen met gebruikers van TARGET

In 2002 hebben de ECB en de nationale centrale banken de dialoog met de gebruikers van TARGET voortgezet. Evenals in het voorgaande jaar, zijn regelmatig bijeenkomsten gehouden met de nationale gebruikersgroepen van TARGET, terwijl op het niveau van het ESCB twee bijeenkomsten zijn gehouden van de *Contact Group on Euro Payments Strategy*. Daarnaast zijn bij de ECB twee gezamenlijke bijeenkomsten gehouden van de *TARGET Management Working Group* van vertegenwoordigers van het ESCB en de *TARGET Working Group* van het Europese bankwezen om de dialoog over de operationele aspecten van TARGET op het Europese niveau te intensiveren. Door middel van nauwe betrekkingen met de gebruikers wordt gewaarborgd dat hun belangen door het Eurosysteem terdege in aanmerking worden genomen.

Toetreding van kandidaat-lidstaten

Op 24 oktober 2002 heeft de Raad van Bestuur besloten dat het voor de centrale banken van de kandidaat-lidstaten mogelijk – maar niet verplicht – zal zijn een aansluiting op TARGET tot stand te brengen zodra de desbetreffende landen tot de EU toetreden. Voor dergelijke aansluitingen wordt thans een

reeks mogelijkheden, met inbegrip van scenario's om de noodzaak van afzonderlijke RTBV-platforms voor de euro te voorkomen, uitgewerkt en met de centrale banken van de kandidaat-lidstaten besproken.

TARGET2

Op 24 oktober 2002 heeft de Raad van Bestuur ook een strategisch besluit genomen met betrekking tot de richting van de volgende generatie van het TARGET-systeem (TARGET2). De belangrijkste doelstelling van het Eurosysteem is te waarborgen dat TARGET zich ontwikkelt tot een systeem dat: (i) beter tegemoetkomt aan de eisen van de cliënten door een breed geharmoniseerd niveau van dienstverlening te bieden, (ii) doelmatig is in termen van kosten, en (iii) geschikt is om snel te worden aangepast aan toekomstige ontwikkelingen, zoals de uitbreiding van de EU en het Eurosysteem. Tezelfdertijd zullen de nationale centrale banken verantwoordelijk blijven voor de rekeningen van en de zakelijke betrekkingen met kredietinstellingen.

TARGET2, dat naar verwachting niet in gebruik zal worden genomen vóór de tweede helft van het lopende decennium, zal een systeem zijn met meerdere platforms, bestaande uit een aantal afzonderlijke platforms en één gezamenlijk platform. Dit laatste zal bestaan uit een IT-platform dat wordt gedeeld door een aantal centrale banken die vrijwillig afstand hebben gedaan van hun afzonderlijke platform. Binnen drie jaar na de ingebruikneming van TARGET2 zal worden bezien of met het gezamenlijke platform kan worden voldaan aan de eisen van alle centrale banken – en het bankwezen in hun landen – die geen afzonderlijk platform willen handhaven. Mogelijk is dat uiteindelijk zal worden besloten in een later stadium van de ontwikkeling van TARGET2 meer gezamenlijke platforms te bouwen. Evenals het huidige TARGET-systeem, zal TARGET2 dienen voor de afwikkeling van in hoofdzaak hoogwaardige stelselkritische eurobetalingen in centrale-bankgeld. Bovendien zal het, net als het bestaande TARGET-systeem, kunnen worden

gebruikt voor betalingen die gebruikers op *real-time*-basis in centrale-bankgeld wensen te verrichten. Het niveau van dienstverlening binnen TARGET2 zal veel verder worden geharmoniseerd dan thans het geval is. De door TARGET2 aangeboden *kerndiensten*, te weten die diensten en functies die door alle componenten van TARGET2 worden geboden, zullen worden gekenmerkt door een uniforme TARGET-brede tarifiering voor binnenlandse en grensoverschrijdende betalingen. De uniforme TARGET-brede tarifiering zal worden gebaseerd op een als referentie dienend RTBV-systeem, gedefinieerd als het systeem met de laagste gemiddelde kosten per transactie. De nationale centrale banken mogen aanvullende diensten aanbieden, waarbij elke nationale centrale bank een afzonderlijke en onafhankelijke tarifiering kan toepassen. Op 16 december 2002 is een openbare consultatie gestart met betrekking tot "TARGET2 – uitgangspunten en structuur".

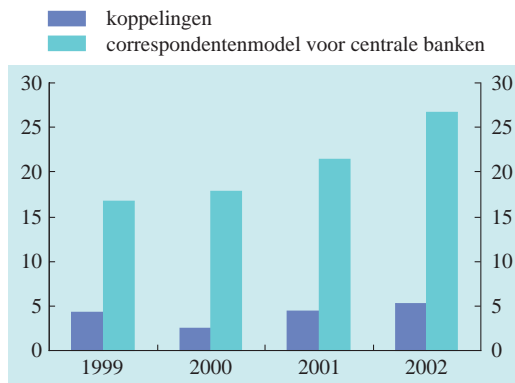
1.2 Het correspondentenmodel voor centrale banken

Het correspondentenmodel voor centrale banken voorziet in het grensoverschrijdende gebruik van onderpand door de tegenpartijen bij monetaire-beleidstransacties en krediettransacties gedurende de werkdag. Het model werd in 1998 ingevoerd als tussenoplossing totdat in de markt alternatieven zouden zijn ontwikkeld. Ook in 2002 was het correspondentenmodel voor centrale banken weer het belangrijkste instrument voor de grensoverschrijdende overdracht van onderpand aan het Eurosysteem. Het bedrag aan via het model aangehouden onderpand is gestegen van € 157 miljard per ultimo 2001 tot € 194 miljard per ultimo 2002.

Door de tegenpartijen is slechts weinig gebruik gemaakt van de mogelijkheid onderpand grensoverschrijdend aan te leveren via het alternatief voor het model, te weten de goedgekeurde koppelingen tussen effectenafwikkelingssystemen. In Grafiek 35 is te zien hoe de grensoverschrijdende overdracht van onderpand via het correspondentenmodel

Grafiek 35

Grensoverschrijdend onderpand als percentage van het totale aan het Euro-systeem verstrekte onderpand (%)



voor centrale banken en die via de koppelingen zich hebben ontwikkeld, uitgedrukt als percentages van het totale aan het Euro-systeem geleverde onderpand.

Na verzoeken van tegenpartijen om het correspondentenmodel voor centrale banken te handhaven en om de verwerkingstijden ervan te bekorten en de openingstijden te verruimen, heeft de Raad van Bestuur besloten het model op de middellange termijn te handhaven en verdere verbeteringen mogelijk te maken. Daarbij is op het niveau van het Euro-systeem besloten vanaf 2004 als uitgangspunt een tijd van één uur¹ te hanteren voor de interne procedures bij de nationale centrale banken. In 2002 zijn enkele nationale centrale banken al begonnen bepaalde procedures te automatiseren bij de invoering van een nieuwe generatie SWIFT-berichten. Voorts heeft het Eurosysteem ook gesproken met bewaarnemende banken die bij de uitvoering van het model zijn betrokken om een gedragscode op te stellen voor bewaarnemers die de desbetreffende transacties verwerken.

2 Algemene aangelegenheden met betrekking tot het toezicht op betalingssystemen

In 2002 was het door het Eurosysteem uitgeoefende toezicht erop gericht te waarborgen dat de stelselkritische betalingssystemen zouden blijven voldoen aan de bestaande toezichtstandaarden en te komen tot standaarden met betrekking tot systemen voor kleine betalingen. In de loop van het jaar is het Eurosysteem begonnen met de toetsing van alle stelselkritische betalingssystemen in het eurogebied aan de “Core Principles for Systemically Important Payment Systems” (hierna de *Core Principles* genoemd).² Dit omvatte mede een afzonderlijke toetsing van de nationale componenten van TARGET. De toetsing van TARGET als geheel is in 2001 door het IMF uitgevoerd. De ECB zal later in 2003 over de toetsing rapporteren.

In januari 2003 heeft de Raad van Bestuur besloten dat binnen elke nationale centrale bank en de ECB, minimaal op deskundigenniveau, de verantwoordelijkheid voor het toezicht moet worden gescheiden van de operationele verantwoordelijkheid voor TARGET.

Op 8 juli 2002 zijn toezichtstandaarden voor systemen voor kleine betalingen in euro in een conceptversie gepubliceerd ten behoeve van een openbare consultatie. In het desbetreffende document wordt ingegaan op de gevolgen van de *Core Principles* voor systemen voor kleine betalingen. Stelselkritische systemen moeten aan alle tien *Core Principles* voldoen; in het document wordt gesteld dat zes van de *Core Principles* zo belangrijk zijn dat zij ook moeten gelden voor belangrijke systemen voor kleine betalingen. De bij de consultatie ontvangen reacties waren in het algemeen positief. Voor de voorgestelde aanpak bleek brede steun te bestaan. Er was waardering voor de transparantie van de voornemens van het Eurosysteem met betrekking tot het toezicht op systemen voor kleine betalingen. Opgemerkt werd echter ook dat de toepassing van de *Core Principles* op systemen

¹ Dertig minuten voor de centrale bank van het thuisland en dertig minuten voor de centrale bank die als correspondent optreedt.

² *Core Principles for Systemically Important Payment Systems*, Bank voor Internationale Betalingen, Bazel, januari 2001.

voor kleine betalingen in de landen van de EU op geharmoniseerde criteria moet worden gestoeld. Het commentaar, dat op de website van de ECB is gepubliceerd, zal worden beoordeeld op mogelijke gevolgen voor de beleidskoers.

Op 19 maart 2002 is het rapport "Electronic Money Systems Security Objectives" gepubliceerd met een verzoek om commentaar. Het rapport bevat een lijst van beveiligingsdoelstellingen voor elektronisch-geldsystemen. Deze doelstellingen zijn gericht op de algemene betrouwbaarheid en technische veiligheid van dergelijke systemen, en strekken ertoe het vertrouwen van het publiek in deze systemen te vergroten, voor de verschillende

systemen gelijke concurrentievoorwaarden te scheppen, en de uitwisseling en samenwerking tussen de verschillende systemen te vergemakkelijken. De algemene aanpak werd gesteund en het ontvangen commentaar wordt bezien. In februari 2003 is een aangepaste versie van het rapport uitgebracht.

Het Eurosysteem is daarnaast doende, tezamen met de nationale centrale banken van de lidstaten die nog niet op de euro zijn overgegaan, de omvang en de ontwikkeling van het stelsel van correspondentbanken in euro te inventariseren. Het doel is informatie te verzamelen over de ontwikkeling van het betalingsverkeer in euro als geheel en niet slechts binnen de gevestigde interbancaire systemen.

3 Systemen voor grote betalingen

3.1 Ontwikkelingen bij andere systemen voor grote betalingen in euro

In 2002 hebben de bestaande vier netto-vereenigingssystemen voor grote betalingen in euro – Euro Clearing van de Euro Banking Association (EURO 1), het Franse Paris Net Settlement (PNS), het Spaanse Servicio de Pagos Interbancarios (SPI) en het Finse Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järjestelmä (POPS) – wederom goed gefunctioneerd.

In 2002 heeft het grootste van deze systemen, EURO 1, ongeveer 134.900 transacties per dag verwerkt met een gemiddelde waarde per dag van € 188 miljard. Het op één na grootste systeem, PNS, heeft ongeveer 29.700 transacties per dag verwerkt met een gemiddelde waarde per dag van € 78 miljard. Tezamen bedroegen de door deze vier systemen verwerkte betalingen qua aantal ongeveer twee derde en qua waarde één zesde van het verkeer dat door TARGET is verwerkt.

Conform de tendens van de laatste tijd is het aantal cliëntenbetalingen binnen alle systemen verder toegenomen. Aangezien dit gewoonlijk betalingen met een lage waarde zijn, is het gemiddelde bedrag per betaling echter afge-

nomen en is de totale waarde van alle verwerkte betalingen met ongeveer 10% gedaald.

3.2 Continuous Linked Settlement (CLS)

Op 9 september 2002 is CLS, een systeem voor de afwikkeling van valutatransacties³, in gebruik genomen. Met CLS wordt het afwikkelingsrisico in het valutaverkeer grotendeels opgeheven doordat de transacties in de boeken van CLS worden afgewikkeld op basis van betaling-tegen-betaling.⁴ Met betrekking tot CLS vervult de ECB een tweeledige functie: de ECB is betrokken bij het toezicht op CLS en levert daarnaast ook afwikkelingsdiensten.

Het toezicht op CLS wordt uitgevoerd conform het in het zogeheten Lamfalussy-rapport⁵ uiteengezette samenwerkingskader. De Fed is de eerstverantwoordelijke toezicht-

³ De valuta's die thans worden verwerkt zijn de Amerikaanse dollar, de Japanse yen, het Britse pond, de Zwitserse frank, de Canadese dollar, de Australische dollar.

⁴ Voor nadere informatie wordt verwezen naar het artikel "CLS – doel, opzet en gevolgen" in het Maandbericht van de ECB van januari 2003.

⁵ "Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the Central Banks of the Group of Ten Countries", Bank voor Internationale Betalingen, november 1990.

houder. Vóór de aanvang van de werkzaamheden van CLS hebben de centrale banken van de landen waarvan de valuta's thans binnen CLS worden verwerkt, gezamenlijk de risico's beoordeeld die opname van deze valuta's in het systeem met zich zou meebrengen. Daarbij is de ECB tot de conclusie gekomen dat in het algemeen valutatransacties in euro veilig en doelmatig zouden worden afgewikkeld en dat geen aanleiding zou worden gegeven tot het ontstaan van grote risico's voor de eurogeldmarkt en de in euro werkende betalingsystemen. De ECB heeft vervolgens haar goedkeuring gehecht aan de opname van de euro in het systeem. Alle andere betrokken centrale banken zijn voor hun valuta's tot dezelfde conclusie gekomen, waarna de Fed fiat heeft gegeven voor de ingebruikneming van het systeem.

Om de onherroepelijke aard van de afwikkeling binnen CLS juridisch verder kracht bij te zetten, heeft de Bank of England in juli 2002 het CLS-systeem (waarvan de reglementen onderhevig zijn aan de Engelse wetgeving) aangewezen als instelling in de zin van de in het Verenigd Koninkrijk geldende uitvoeringsvoorschriften voor Richtlijn 98/26/EG van het Europees Parlement en de Raad van 19 mei 1998 betreffende het definitieve karakter van de afwikkeling van betalingen en effectentransacties in betalings- en afwikkelingssystemen.

Voor de afwikkeling van hun transacties in het CLS-systeem voeden de banken hun rekeningen bij CLS in de verschillende valuta's via de

desbetreffende RTBV-systemen. Voor de euro heeft de ECB een rekening voor CLS geopend en alle betalingen naar en van CLS worden verwerkt via het betalingsmechanisme van de ECB en derhalve via TARGET. Gezien de tijd-kritische aard van de CLS-betalingen heeft het Eurosysteem de getroffen noodvoorzieningen verbeterd om het risico van operationele storingen te verminderen. Tezamen met het bankwezen zijn deze voorzieningen in 2001 en 2002 verscheidene malen onder praktijkomstandigheden met succes beproefd.

In december 2002 werd per dag voor een bedrag van USD 268 miljard binnen CLS aan transacties afgewikkeld. Dit is naar raming iets meer dan 22% van de totale omzet op de valutamarkt. Na de dollar – met een aandeel van 47% – is de euro – met een aandeel van 26% – de meest gebruikte valuta binnen CLS. De invloed op de liquiditeitsverhoudingen op de euromarkten was beperkt, aangezien de dagelijkse stortingen gemiddeld slechts € 5,2 miljard bedroegen en het gemiddelde liquiditeitsbeslag op de rekening van CLS bij de ECB gedurende de ochtend (7 tot 12 uur) beperkt bleef tot slechts ongeveer € 0,8 miljard. Het CLS-systeem is sinds de ingebruikneming ervan operationeel stabiel gebleken. CLS is voornemens in de zomer van 2003 de Zweedse kroon, de Noorse kroon, de Deense kroon en de Singaporese dollar aan de valuta's die door het systeem worden verwerkt toe te voegen, later dat jaar gevolgd door Note Nieuw-Zeelandse dollar en de Hong Kong-dollar.

4 Diensten voor kleine betalingen

Sinds de invoering van de eurobankbiljetten en -munten en de overgang van de betalingsinfrastructuur op de euro op 1 januari 2002 is de aandacht van het publiek gericht op de verdere ontwikkeling van het gemeenschappelijke betalingsgebied voor de euro. Het Eurosysteem streeft ernaar te waarborgen dat dit gebied voor kleine betalingen zal worden gekenmerkt door een hoge mate van concurrentie, waarbij aan de burgers doelmatige en veilige betaalmiddelen en -instrumenten

worden geboden. Het Eurosysteem heeft derhalve het beleid inzake kleine betalingen wederom op deze doelstelling gericht. Het Eurosysteem kan ervoor kiezen te fungeren als katalysator bij het tot stand brengen van verandering, gebruik te maken van toezichtbevoegdheden of een operationele rol te spelen. Het Eurosysteem heeft de doelstellingen nagestreefd in nauwe samenwerking en samspraak met de Europese Commissie en het Europese bankwezen.

Eind 2001 hebben het Europees Parlement en de Raad Verordening (EG) nr. 2560/2001 betreffende grensoverschrijdende betalingen in euro vastgesteld. Krachtens deze Verordening moeten banken voor grensoverschrijdende betalingen tot en met EUR 12.500 (EUR 50.000 vanaf 1 januari 2006) dezelfde tarieven in rekening brengen als voor de overeenkomstige binnenlandse betalingen. In juli 2002 is de Verordening ook van kracht geworden voor PIN-betalingen en de opname van geld uit gelduitgifteautomaten. Op 1 juli 2003 wordt de Verordening van kracht voor grensoverschrijdende overmakingen.

Als katalysator bij het tot stand brengen van verandering streeft het Eurosysteem ernaar het voor de banken gemakkelijker te maken in te spelen op het nieuwe, door de Verordening tot stand gebrachte klimaat. Het doel is de banken ertoe te brengen mee te werken aan de totstandkoming van een beheersstructuur, van standaarden en usances alsmede van een infrastructuur die hen in staat moeten stellen kleine betalingen in het eurogebied doelmatig en veilig af te wikkelen. In november 2001, vóór de vaststelling van de Verordening, had de ECB al een rapport gericht aan de Ecofin-Raad, getiteld "Towards an integrated infrastructure for credit transfers in euro", waarin een "marsroute" werd beschreven om grensoverschrijdende overmakingen even doelmatig te kunnen afwikkelen als binnenlandse overmakingen. De ECB heeft de marktpartijen opgeroepen het initiatief te nemen tot het vaststellen van een voor de banken bindende beheersstructuur, en om na te denken over een bepaalde infrastructuur (een pan-Europees interbancair verwerkingsinstituut of een door koppelingen tot stand te brengen interbancair verwerkingsstelsel) die een doelmatiger verwerking van grensoverschrijdende overmakingen mogelijk zou maken.

In 2002 heeft het Europese bankwezen voortgang op deze weg geboekt. De Europese Betalingsraad is opgericht en heeft voor de verwezenlijking van het gemeenschappelijke betalingsgebied voor de euro, waarin burgers elke betaling even gemakkelijk en goedkoop

moeten kunnen verrichten als in hun eigen land, een uitgebreid project gelanceerd. Het Eurosysteem steunt dit project volledig en de ECB is als waarnemer betrokken bij verschillende werkgroepen van de Raad. In dit verband wordt ook opgemerkt dat de Euro Banking Association doende is onder de naam STEP2 een verwerkingsstelsel voor interbancaire overmakingen in euro te ontwikkelen, dat volgens plan medio 2003 in gebruik zal worden genomen. Aldus zal STEP2 hoogstwaarschijnlijk als eerste diensten verlenen als pan-Europees interbancair verwerkingsinstituut volgens de definities van de Europese Betalingsraad. De ECB zal de voortgang van de initiatieven voor een gemeenschappelijk betalingsgebied voor de euro regelmatig aan een beoordeling onderwerpen en zal de conclusies daarvan publiekelijk bekendmaken.

De ECB heeft ook commentaar geleverd in het kader van de openbare consultatie van de Europese Commissie omtrent het ontwerp voor een nieuw juridisch kader voor kleine betalingen binnen de EU ("A possible legal framework for the Single Payment Area in the Internal Market", MARKT/208/2001 – Rev. 1). Het Eurosysteem is voornemens de door het bankwezen gemaakte vorderingen bij voortduring te volgen en de desbetreffende strategie waar nodig dienovereenkomstig aan te passen.

Het toenemende gebruik van nieuwe communicatietechnieken en de behoefte aan specifieke betalingsmechanismen voor de handel via internet hebben geleid tot een reeks ontwikkelingen met betrekking tot elektronische betalingen. De ECB heeft op 19 november 2002 een conferentie gehouden onder de naam "E-payments in Europe", waar de marktdeelnemers en de universitaire wereld hun visie hebben gegeven op de huidige ontwikkelingen ten aanzien van elektronische betalingen. Daarnaast is via een discussiestuk getiteld "E-payments in Europe – the Eurosystem's perspective" (ECB, september 2002) het publiek uitgenodigd commentaar te leveren en getracht de discussie tijdens de conferentie te stimuleren.

In dit kader heeft de ECB, in overleg met de Europese Commissie, voorts besloten verantwoordelijkheid te aanvaarden voor de Waar-

nemingspost voor elektronische betalings-systemen, die als project van de Europese Commissie was beëindigd.

5 Effectenclearing- en -afwikkelingssystemen

Het ESCB heeft een algemeen belang bij het goed functioneren van effectenclearing- en -afwikkelingssystemen. Het ondeugdelijk functioneren van deze systemen zou immers de monetaire-beleidsvoering en de goede werking van het betalingsverkeer in gevaar kunnen brengen. Storingen in afwikkelingssystemen voor effectentransacties kunnen zich automatisch uitbreiden naar betalingssystemen als gevolg van het bestaan van mechanismen voor levering-tegen-betaling bij de uitwisseling van effecten en betalingen. Evenzo kan het in gebreke blijven van centrale tegenpartijen bij de clearing de afwikkeling van effectentransacties in de weg staan.

Het Eurosysteem speelt hier een tweeledige rol. Ten eerste beoordeelt de Raad van Bestuur of afwikkelingssystemen voor effectentransacties aan specifieke standaarden voldoen. Deze standaarden zijn in 1998 vastgesteld om te voorkomen dat het Eurosysteem risico's zou lopen bij het verrichten van krediettransacties. Ten tweede volgt het Eurosysteem de voortgaande integratie en consolidatie bij de effectenclearing- en -afwikkeling.

Daarnaast werkt het Eurosysteem samen met andere autoriteiten die verantwoordelijkheid dragen voor de regelgeving voor en het toezicht op de effectenclearing en -afwikkeling op het Europese niveau.

De ECB heeft in 2002 ook commentaar geleverd in het kader van de openbare consultatie van de Europese Commissie omtrent de Mededeling betreffende clearing en afwikkeling.

5.1 Beoordeling van afwikkelingssystemen voor effectentransacties

Op 29 augustus 2002 heeft de Raad van Bestuur de beoordeling geactualiseerd van de afwikkelingssystemen voor effectentransacties die mogen worden gebruikt voor de verevening van onderpand bij de krediettransacties van het Eurosysteem.

Door het Eurosysteem werd erkend dat er bij de desbetreffende afwikkelingssystemen voor effectentransacties nog steeds naar werd gestreefd de mate waarin aan de standaarden werd voldaan te verbeteren. Bij SCLV/AIAF (Spanje), SCL Barcelona (Spanje), BOGS (Griekenland) en Crest (Verenigd Koninkrijk) is *real-time* afwikkeling op basis van levering-tegen-betaling in centrale-bankgeld ingevoerd.

Bovendien werd gesteld dat de door het Eurosysteem gestelde eisen afhangen van de vraag of de nationale centrale banken bij krediettransacties gebruik maken van een onderpanddepot of van een stelsel waarbij voor elke krediettransactie afzonderlijk activa worden aangewezen. In beginsel eisen de standaarden afwikkeling op basis van levering-tegen-betaling om hoofdsomrisico te voorkomen. In landen waar gebruik wordt gemaakt van een onderpanddepot, worden de effecten echter gewoonlijk aan de centrale bank verpand op basis van franco levering. Geredeneerd werd dat die centrale banken toch geen hoofdsomrisico lopen, omdat de effecten worden verpand voordat het krediet wordt verleend en slechts na terugbetaling van het krediet weer worden vrijgegeven. In elk geval worden door de meeste afwikkelingssystemen voor effectentransacties in die landen faciliteiten op basis van levering-tegen-betaling geboden voor markttransacties.

Voorts is bij de beoordeling met name aandacht besteed aan maatregelen om de conti-

nuïteit te waarborgen. Uit de beoordeling is gebleken dat de desbetreffende afwikkelings-systemen voor effectentransacties gedegen uitwijkprocedures kennen. Bij de systemen werd gewerkt aan het opvoeren van de frequentie waarmee de uitwijkfaciliteiten worden beproefd.

5.2 Consolidatie van de Europese afwikkelingsinfrastructuur voor effectentransacties

Het Eurosysteem heeft groot belang bij de integratie van de afwikkelingsinfrastructuur voor effectentransacties op het Europese niveau. Het consolidatieproces binnen de Europese effectenafwikkelingssector is in 2002 voortgegaan, na de binnenlandse consolidatie in Italië en Spanje en de acquisitie van de Luxemburgse instelling door de eigenaar van de Duitse instelling, die heeft geleid tot de Clearstream-groep. Op 19 september 2002 werd de fusie tussen Euroclear, actief in Frankrijk, Nederland en België, en Crest (Verenigd Koninkrijk) van kracht. Verwacht wordt dat de Euroclear-groep in 2005 gemeenschappelijke afwikkelingsfaciliteiten in gebruik zal nemen.

5.3 Samenwerking met het Comité van Europese Effectenregelgevers

Nadat de Raad van Bestuur van de ECB en het besluitvormende orgaan van het Comité van

Europese Effectenregelgevers in 2001 hadden besloten tot samenwerking te komen, heeft een werkgroep bestaande uit vertegenwoordigers van het ESCB, vertegenwoordigers van het Comité en een waarnemer van de Europese Commissie deze samenwerking voortgezet op het terrein van afwikkelingsystemen voor effectentransacties en centrale tegenpartijen. Doel van deze samenwerking is te komen tot Europese standaarden voor clearing en afwikkeling op basis van de "Recommendations for Securities Settlement Systems" (Bank voor Internationale Betalingen, Bazel, november 2001).

In dit kader is door de besluitvormende organen van de ECB en het Comité van Europese Effectenregelgevers op 15 maart 2002 een openbare consultatie gestart over aangelegenheden betreffende de aard, reikwijdte en doelstellingen van de standaarden, diegenen op wie deze standaarden betrekking moeten hebben, de bij de systemen geldende toegangs-criteria, de risico's en zwakke punten, de afwikkelingscycli, en aangelegenheden met betrekking tot de marktstructuur. In het algemeen werd het initiatief om op het Europese niveau tot standaarden te komen door de betrokkenen toegejuicht en werd door hen de noodzaak benadrukt van coördinatie om een uniforme tenuitvoerlegging van de nieuwe standaarden te waarborgen. De werkgroep heeft de discussie over voorstellen voor standaarden voortgezet, en voor 2003 wordt een tweede openbare consultatie verwacht.

6 Overige werkzaamheden

In juli 2002 heeft de ECB de publicatie "Payment and securities settlement systems in the European Union: Addendum incorporating 2000 figures", ook bekend als het Blauwe Boek, uitgegeven. Het betreft hier een statistische actualisering van de publicatie van 2001.

In augustus 2002 is de tweede editie van de publicatie "Payment and securities settlement systems in accession countries" (ook wel bekend als het Blauwe Boek voor de kandi-

daat-lidstaten) uitgegeven. Hierin wordt de situatie beschreven zoals die zich in elk van de twaalf landen in 2001 voordeed, waarnaast ook gegevens zijn opgenomen voor de periode 1997-2001.

Voorts is in augustus 2002 bij de ECB voor functionarissen van centrale banken een driedaags seminar gehouden onder de naam "Payment and securities settlement systems".



Vergadering van de Raad van Bestuur in de Eurotower op 26 september 2002



Hoofdstuk IX

Financiële stabiliteit en toezicht

I Structuur, rentabiliteit en risico's in het bankwezen

Het toezicht op de ontwikkelingen in het bankwezen vanuit het perspectief van de EU en het eurogebied is in 2002 verder vormgegeven. Een belangrijk deel van deze werkzaamheden is uitgevoerd onder auspiciën van het Comité voor Banktoezicht van het ESCB en heeft zich langs twee hoofdlijnen voltrokken. De eerste daarvan betreft de jaarlijkse analyse van de structurele ontwikkelingen in het bankwezen. De resultaten van deze analyse – die is gericht op structurele ontwikkelingen die van belang zijn voor centrale banken en toezichthouders en die uitgaat van een onlangs vastgesteld samenstel van statistische structurele indicatoren – zijn in 2002 voor het eerst gepubliceerd.¹ In dit kader is het Comité voor Banktoezicht ook voortgegaan met de bestudering van een aantal onderwerpen op *ad hoc* basis, waaronder de ontwikkelingen in het liquiditeitsprofiel en het liquiditeitsbeheer van de banken in het nieuwe klimaat na de invoering van de euro.² De tweede hoofdlijn bestaat uit de regelmatige macro-prudentiële analyse van de stabiliteit van het bankwezen. De voorwaarden en de risico's voor de stabiliteit van het bankwezen worden stelselmatig gevolgd en tweemaal per jaar wordt een formele beoordeling voorgelegd aan de besluitvormende organen van de ECB. Ook is voortgegaan met de ontwikkeling van methoden voor de beoordeling van het door de banken ten opzichte van verschillende sectoren gelopen kredietrisico en voor het uitvoeren van “stress tests”, en met de verbetering van de kwaliteit en de reikwijdte van de op het niveau van de EU beschikbare informatie. Wat de behandelde onderwerpen betreft, kan in het bijzonder melding worden gemaakt van het risico van grensoverschrijdende besmetting dat door de banken wordt gelopen. Naast de door het Comité voor Banktoezicht verrichte werkzaamheden, is binnen het Eurosysteem intern gewerkt aan de verbetering van de analyse van de algehele financiële stabiliteit.

Structurele ontwikkelingen

In 2002 waren twee ontwikkelingen binnen het bankwezen in de EU van bijzonder belang: ten eerste het streven van de banken naar herstructurering in reactie op de toenemende druk vanuit de kosten/batenstructuur en, ten tweede, het snel toenemende gebruik van instrumenten om het kredietrisico over te dragen (kredietderivaten en securitisatieproducten).

Als gevolg van zowel lagere baten na de economische omslag en de negatieve ontwikkeling van het klimaat op de financiële markten in 2001 en 2002 als de toegenomen concurrentie, is de druk op de banken in de EU om tot kostenbesparing te komen steeds sterker geworden. Vele banken zijn geconfronteerd met een belangrijke daling – die zich in 2001 voor het eerst manifesteerde en die in 2002 aan kracht won – van de baten uit enkele van de tegen het einde van de jaren negentig opgezette nieuwe activiteiten (zoals *private banking*, effectendiensten en vermogensbeheer). Verscheidene banken binnen de EU hebben in dit licht grootscheepse herstructureringsprogramma's in gang gezet, gericht op besparing van kosten (waaronder personeelskosten), stroomlijning van de organisatie en heroriëntatie op de kernactiviteiten. Ondanks het sterkere streven naar kostenbeheersing zijn de kosten in verhouding tot de baten van de banken in de EU in 2001 gestegen. Bank met activa van meer dan EUR 100 miljard konden hierin in de eerste helft van 2002 echter verbetering brengen. Verwacht mag worden dat het intensievere rationalisatiestreven van de banken op de middellange termijn tot meer tastbare efficiencyverbeteringen zal leiden. De groei van de instrumenten voor het overdragen van het kredietrisico, zoals met name kredietderivaten, is in 2002 versneld. Kredietderivaten vormen het nieuwste en snelst groeiende segment van de derivaten-

¹ Zie “Structural analysis of the EU banking sector”, ECB, november 2002.

² Zie “Developments in banks' liquidity profile and management”, ECB, mei 2002.

markt. Ondanks een stijging van het aantal faillissementen wordt verwacht dat deze instrumenten zeer sterk zullen blijven groeien. Volgens een recente enquête van de the International Swaps and Directives Association (ISDA) bedroeg de mondiaal uitstaande theoretische hoofdsom van de door de enquête bestreken transacties in kredietderivaten eind 2001 EUR 900 miljard, waarvan rond 35% voor rekening kwam van banken in de EU.

Met het volwassen worden van de markt voor de overdracht van het kredietrisico zal wellicht een doelmatiger allocatie van risico's tot stand kunnen komen, zowel onder de banken zelf als met andere financiële instellingen (met name verzekeringsmaatschappijen). Financiële instellingen zullen zo ook in staat worden gesteld te komen tot een betere prijsstelling voor en beheersing van het kredietrisico. Het is echter ook mogelijk dat een en ander verdere problemen zal oproepen met betrekking tot de financiële stabiliteit als de verdeling van de kredietrisico's onder de financiële instellingen voor de markten en de toezichthouders aan transparantie verliest. Protectieverkoop is in belangrijke mate geconcentreerd bij enkele banken en verzekeringsmaatschappijen. Deze instrumenten kunnen wellicht ook aanleiding geven tot een verhoogd risico van besmetting van banken door verzekeringsmaatschappijen en ertoe leiden dat de banken worden blootgesteld aan belangrijke juridische en operationele risico's. De exacte omvang van het overgedragen risico zal in hoge mate afhangen van de specifieke clausules in de contracten.

De groeiende handel in het kredietrisico ging gepaard met voortgang op het terrein van de interne beoordelingssystemen voor het kredietrisico, vooruitlopend op het Nieuwe Bazelse Akkoord (zie de laatste paragraaf van dit Hoofdstuk). Dit heeft de banken in staat gesteld de prijsstelling van het kredietrisico beter af te stemmen op het onderliggende risico en hun interne vermogensallocatie te verbeteren. De banken hebben ook voortgang geboekt bij het beoordelen en beheersen van de operationele risico's, hetgeen ten dele een

reactie is op de opname van dergelijke risico's in het Nieuwe Bazelse Akkoord. Ten slotte hebben de integratie, de verdieping en de verbeterde liquiditeit van de eurogeldmarkten, de invoering van nieuwe betalingstechnieken en financiële innovaties de banken beter in staat gesteld het liquiditeitsrisico te beheersen. Tezelfdertijd is het risico dat bij onrust op de markt de liquiditeiten opdrogen toegenomen, aangezien de banken steeds afhankelijker worden van de effectenmarkten. Het bankwezen heeft een aanvang gemaakt met de ontwikkeling van meer geavanceerde kwantitatieve methoden voor het beheersen van het liquiditeitsrisico (bijvoorbeeld met behulp van *liquidity-at-risk*-modellen), maar dit terrein bevindt zich nog in een betrekkelijk vroeg ontwikkelingsstadium.

Enkele van de in het Jaarverslag 2001 belichte ontwikkelingen hebben zich ook in het verslagjaar voortgezet. Banken hebben wederom uitbreiding gezocht in Midden- en Oost-Europa, welke regio nog belangrijke groeiperspectieven biedt. Binnen de EU hebben banken door fusies en acquisities en door de vestiging van bijkantoren en dochterinstellingen over de landsgrenzen heen uitbreiding gezocht, maar het tempo hiervan is in het laatste deel van 2001 en in 2002 belangrijk afgenomen. Geconfronteerd met moeilijker marktverhoudingen zijn de banken voorzichtiger geworden bij het aanvaarden van de risico's die met fusies en acquisities gepaard gaan, zoals blijkt uit de duidelijke afname van grote binnenlandse en grensoverschrijdende fusies tussen banken. Onder de kleinere banken die streven naar kostenbesparing, is het tempo van de binnenlandse consolidatie hoog gebleven.

Sinds de invoering van de euro heeft de integratie binnen het bankwezen een ongelijkmatig verloop gekend, met een wisselend tempo al naar gelang de aard van de bancaire activiteiten.³ Bij de "wholesale"-activiteiten en die welke verband houden met de kapitaalmarkt, zijn de vroeger op basis van de natio-

³ Voor nadere informatie wordt verwezen naar "Banking integration in the euro area", ECB Occasional Paper 6, december 2002.

nale valuta's gesegmenteerde markten (zoals die voor uitgiftegaranties) reeds grotendeels getransformeerd tot een geïntegreerde, het gehele eurogebied omspannende markt. De scherpe concurrentie, die is aangewakkerd toen internationale financiële instellingen deze markt betraden, heeft de vooraanstaande plaats van de binnenlandse instellingen sterk aangetast en heeft geleid tot lagere provisies voor uitgiftegaranties. De nog verbrokkelde infrastructuur voor de grensoverschrijdende clearing en afwikkeling van effectentransacties vormt een groot struikelblok voor de grensoverschrijdende effectenhandel en voor het verlenen van de daarmee verband houdende diensten met betrekking tot vermogensbeheer. Het integratieproces is in de "retail"-sector duidelijk langzamer verlopen als gevolg van de traditioneel sterk lokale aard van deze activiteiten. Er ontstaan echter in toenemende mate koppelingen tussen de nationale markten. Met name is de buitenlandse betrokkenheid, afgemeten aan de buitenlandse zeggenschap in het bankwezen in de verschillende landen, reeds aanzienlijk (ruim 20% van het vermogen van de banken in de EU als geheel).

Rentabiliteit en risico's

De rentabiliteit van de banken in de EU is in 2001 verzwakt, en in de eerste helft van 2002 verder afgenomen, in hoofdzaak door hogere voorzieningen voor debiteurenverliezen en lagere niet-rentebaten als gevolg van de zwakkere economie en de verslechterde verhoudingen op de financiële markten. Na aftrek van belastingen en buitengewone baten en lasten is het totale rendement op het eigen vermogen van de banken in de EU in 2001 gedaald tot 10,1%, tegen 12,4% in 2000, hoewel dit rentabiliteitsniveau nog steeds in de pas loopt met de gemiddelde niveaus in de periode 1995-1999.⁴ De verschuiving in de verdeling van het rendement was meer uitgesproken: het aantal banken met een rendement op het eigen vermogen van minder dan 5% is, evenals hun aandeel in de totale activa, belangrijk gestegen, terwijl het aantal banken met een zeer hoog rendement op het eigen

vermogen (meer dan 20%) aanzienlijk is afgenomen. Het tempo waarmee de rentabiliteit van de grote bancaire concerns afneemt, is in 2002 versneld.

Bij de grote bancaire concerns waarvoor kwartaalgegevens beschikbaar zijn, zijn de voorzieningen voor debiteurenverliezen in de eerste helft van 2002 belangrijk gestegen (en in het derde kwartaal weer verder gestegen), bij een versnelde toename van het aantal problemleningen. Bij de bancaire concerns met activa van meer dan EUR 100 miljard zijn de voorzieningen voor debiteurenverliezen in verhouding tot de winst (vóór voorzieningen) in de eerste helft van 2002 met 25% gestegen. Dit was het gevolg van de toename van het aantal bedrijfsfaillissementen in een aantal landen van de EU en de verslechtering van de kwaliteit van sommige internationale activa. De baten van veel grote banken zijn met name negatief beïnvloed door lagere baten uit effectendiensten als gevolg van het opdrogen van de primaire en de secundaire kapitaalmarkt en de afgenomen bedrijfsherstructureringen. Door de turbulente verhoudingen op de financiële markten zijn bedrijven geneigd hun aandelen- en obligatiefinanciering en bedrijfsherstructureringen te verminderen. In het laatste deel van de jaren negentig en in 2000 hadden de baten uit effectendiensten zich bij de grote banken ontwikkeld tot een belangrijk bestanddeel van de winst. De onrust op de financiële markten heeft ook de bereidheid tot beleggen in effecten en in beleggingsfondsen doen afnemen, waardoor de baten van de banken uit vermogensbeheer en effectenhandel ook zijn gedaald.

Al met al is de onrust op de financiële markten bij de banken meer tot uiting gekomen in lagere baten dan in hogere krediet- en markt-risico's, aangezien het rechtstreeks door banken aangehouden aandelenbezit gewoonlijk gering is (in totaal rond 4% van het geconsolideerde balanstotaal van de banken in de EU). Voor veel grote banken heeft het recente

⁴ De in deze paragraaf vermelde gegevens zijn verzameld door het Comité voor Banktoezicht. Zij bestrijken ongeveer 99% van de kredietinstellingen in de EU, afgemeten aan de totale activa in het boekjaar 2001.

diversificatieproces niet de gewenste voordelen opgeleverd, aangezien verscheidene – ook internationale – bancaire activiteiten tezelfdertijd negatief zijn beïnvloed. Banken die zich richten op de “retail”-sector en die een sterke positie hebben op de binnenlandse markt, hebben het onder de omstandigheden van 2001 en 2002 het beste gedaan.

Dankzij de tot nu toe grotendeels onaangestaste vermogensniveaus en de verbeterde technieken van risicobeheersing, zijn de banken goed in staat geweest de schokken in het bancaire klimaat op te vangen. De totale solvabiliteitsratio van de banken in de EU ligt nog steeds rond 12,0%, ruim boven het vanuit het toezicht vereiste minimum. Op sommige terreinen, waar de conjuncturele neergang en de verslechterde verhoudingen op de financiële markten een reeds structureel laag niveau van rentabiliteit verder onder druk hebben gezet, is het bankwezen echter gedwongen geweest tot structurele aanpassingen te

komen. Het weerstandsvermogen van de banken is gesteund door het feit dat zich in de EU geen grote onevenwichtigheden binnen de sectoren huishoudens en bedrijven hebben voorgedaan. Door de onzekerheid op de aandelenmarkten is het echter moeilijker geworden de hoge schuldniveaus in sommige segmenten van de bedrijvensector, met name technologie, media en telecommunicatie, te verminderen.

Samenvattend kan worden gesteld dat het bankwezen in de EU met een opmerkelijke veerkracht heeft gereageerd op de negatieve ontwikkelingen in 2001 en 2002 en dat nog voldoende weerstandsvermogen aanwezig is om verdere schokken op te vangen. Van de kant van zowel de banken als de toezichthouders is echter grote waakzaamheid geboden om te waarborgen dat voldoende vermogensbuffers worden aangehouden in een klimaat van dalende rentabiliteit en in sommige gevallen een afnemende kwaliteit van activa.

2 Maatregelen gericht op financiële stabiliteit en toezicht

De discussie over de toereikendheid van de institutionele regelingen binnen de EU ten behoeve van de financiële stabiliteit is in de loop van 2002 voortgezet, onder meer naar aanleiding van de werkzaamheden binnen het Economisch en Financieel Comité (EFC) (zie Hoofdstuk V). De verantwoordelijkheid voor het toezicht ligt, conform het subsidiariteitsbeginsel, op het nationale niveau. De werkzaamheden van het EFC⁵ hebben echter duidelijk gemaakt dat de samenwerking belangrijk moet worden verbeterd om een antwoord te kunnen bieden op de toememende integratie van de financiële markten. Het EFC heeft zich ook gericht op het beleid dat nodig is om de verdere voortgang te steunen bij de integratie van de financiële markten binnen de EU. In het in april 2002 vastgestelde “Report on Financial Integration” is belicht welke voordelen volledig geïntegreerde financiële markten voor de economieën van de landen van de EU kunnen hebben en is een aantal stappen uiteengezet die op het terrein van regelgeving en toezicht moeten worden

genomen om dit doel te kunnen verwezenlijken. Met name bevat het rapport aanbevelingen voor beleidsmaatregelen om vertekeningen en hindernissen weg te nemen die voortvloeiën uit een inconsistente tenuitvoerlegging en handhaving van financiële regelingen binnen de EU. Deze conclusies spoorde met de bevindingen van een rapport van de sector zelf, opgesteld binnen de Europese Rondetafelconferentie voor Financiële Dienstverlening,⁶ waarin ook werd opgeroepen tot een grotere mate van harmonisatie van regelgeving ter bescherming van beleggers, tot een betere afstemming van nationale regelgeving en tot convergentie van toezichtsuitoefening.

⁵ Dit was het resultaat van het rapport van het EFC getiteld “Report on Financial Stability”, dat werd uitgebracht in april 2000 en dat het daaropvolgende jaar verder werd uitgewerkt met betrekking tot financiële-crisisbeheersing.

⁶ F. Heinemann en M. Jopp, “The Benefits of a Working European Retail Market for Financial Services”, rapport gericht aan de Europese Rondetafelconferentie voor Financiële Dienstverlening, Europe Union Verlag, 2002.

Als gevolg van de rapporten van het EFC is het in de EU van kracht zijnde scala van regelingen ter zake van financiële regulering, toezicht en stabiliteit aan een uitgebreid onderzoek onderworpen, ten einde de effectiviteit van de samenwerkingsstructuren te verbeteren; de resultaten hiervan zijn door de Ecofin-Raad in december 2002 onderschreven. Het EFC had van de Ecofin-Raad opdracht gekregen een dergelijk onderzoek te verrichten. In het rapport van het EFC getiteld "EU Arrangements for Financial Regulation, Supervision and Stability" werd een uitgewerkt voorstel gedaan voor een herziening van de samenwerkingsstructuren. Met name werd in het rapport aanbevolen de voor het effectenwezen reeds ingevoerde "Lamfalussy-benadering" naar alle financiële sectoren uit te breiden. Hierbij wordt een flexibeler proces van regelgeving toegepast, en worden de technische uitvoeringsmaatregelen in handen gelegd van regelgevende comités, samengesteld uit vertegenwoordigers van de lidstaten, voorgedragen door de nationale ministers volgens de nationale regels, en bijgestaan door toezichtcomités. Deze toezichtcomités zouden ook worden belast met het verwezenlijken van een hogere mate van consistentie bij de tenuitvoerlegging van EG-Richtlijnen in de lidstaten en met het tot stand brengen van convergentie van werkwijzen bij het toezicht. De voorgestelde nieuwe regelingen zouden sectoraal vorm worden gegeven, met regelgevings- en toezichtcomités voor banken, effecteninstellingen en icbe's, en verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen. Voor financiële conglomeraten zou een speciaal regelgevend comité worden gevormd. De Werkgroep voor het Beleid inzake Financiële Dienstverlening zou moeten worden hervormd en zou, onder de nieuwe naam Comité Financiële Dienstverlening, als advies- en toezichtorgaan voor de Ecofin-Raad optreden inzake aangelegenheden met betrekking tot de financiële markten. Het EFC zou dan belast worden met de voorbereiding van de discussies binnen de Ecofin-Raad over financiële stabiliteit. Daarbij zou het worden bijgestaan door het Comité Financiële Dienstverlening. In de voorgestelde nieuwe opzet is ook een rol weggelegd voor het Comité voor Banken-

toezicht van het ESCB. Ten eerste zullen de binnen het Comité voor Banktoezicht verrichte structurele en macro-prudentiële analyses een bijdrage vormen tot de discussies binnen de EU over financiële stabiliteit. Ten tweede zullen de binnen het Comité voor Banktoezicht verrichte werkzaamheden om het onderlinge begrip tussen centrale banken en banktoezichthouders op verschillende terreinen van gemeenschappelijk belang te verbeteren, ook kunnen dienen als referentiepunt binnen de nieuwe structuren voor het uitwisselen van vertrouwelijke informatie.

De belangrijkste punten die naar voren zijn gekomen uit de openbare consultatie na de goedkeuring door de Ecofin-Raad van een voorlopige versie van het rapport van het EFC, betroffen ten eerste het belang van institutioneel evenwicht binnen het nieuwe proces van regelgeving en ten tweede de noodzaak van meer formele en transparante overlegprocedures met belanghebbenden over concept-Verordeningen. Vanuit het perspectief van de centrale bank zijn drie punten van het grootste belang. Het eerste betreft de deelname van alle centrale banken, met inbegrip van die welke geen rechtstreekse toezichtsverantwoordelijkheid dragen, aan de structuren voor samenwerking bij het bankentoezicht. Dit is van essentieel belang voor de bevordering van financiële stabiliteit, aangezien de banken immers een potentiële bron van systeemrisico vormen, en spanningen binnen het bankwezen onmiddellijk gevolgen hebben voor betalingsinfrastructuren en het liquiditeitsbeheer. Het tweede punt betreft de deelname van technische deskundigen aan de regelgevende comités om te voorkomen dat al het technische werk met betrekking tot concept-Verordeningen moet worden overgelaten aan de toezichtcomités, die, gezien hun belangrijke taken op het terrein van de toezichtsuitoefening, hiervoor mogelijk minder aandacht zullen hebben. Het derde punt betreft de noodzaak van een sterk technisch anker bij de werkzaamheden met betrekking tot financiële stabiliteit, onder erkenning van de werkzaamheden binnen het Comité voor Banktoezicht en andere organen van het

ESCB bij het signaleren van kwetsbare punten binnen het financiële stelsel in de EU.

In het eerste deel van 2003 zijn onder auspiciën van het Comité voor Banktoezicht twee belangrijke multilaterale regelingen tot stand gebracht. Ten eerste is een zogeheten *Memorandum of Understanding* tot stand gekomen met betrekking tot de samenwerking tussen centrale banken en toezichthoudende instanties in crisissituaties. Hierin zijn uitgangspunten vastgelegd om de huidige procedures voor samenwerking en informatie-uitwisseling tussen beide autoriteiten bij een crisis te verbeteren. Ten tweede is een *Memorandum of Understanding* tot stand gebracht tussen zeven centrale banken in de EU (Oostenrijk, België, Frankrijk, Duitsland, Italië, Portugal en Spanje) die een centraal kredietregister bijhouden. Met deze overeenkomst wordt het mogelijk de registers grensoverschrijdend te raadplegen.

Om de werkzaamheden op het niveau van de EU verder te steunen, heeft de ECB voorts een nieuw Directoraat Financiële Stabiliteit en Financieel Toezicht opgericht. In nauwe samenwerking met de andere betrokken eenheden van de ECB zal het nieuwe Directoraat een allesomvattend overzicht samenstellen van de aangelegenheden met betrekking tot financiële stabiliteit die voor het eurogebied van belang zijn; tevens zal het Directoraat de ontwikkelingen op het terrein van financiële regelgeving, toezicht en andere beleidsterreinen met betrekking tot financiële dienstverlening nauwgezet volgen.

Onder de ontwikkelingen die zich in 2002 hebben afgespeeld op het terrein van de institutionele regelingen ter zake van financiële regulering en toezicht in de lidstaten, verdienen de volgende de aandacht. In Oostenrijk is in april 2002 de Autoriteit Financiële Markten van start gegaan als toezichthouder voor alle financiële sectoren. Daarbij is de betrokkenheid van de centrale bank versterkt. De centrale bank is nauw betrokken bij het toezichtsproces, met name bij onderzoeken bij instellingen met betrekking tot het krediet- en het marktrisico, en is ook belast met de

verwerking van alle rapportages van de banken. In België is de institutionele verhouding tussen de centrale bank, de Commissie voor het Bank- en Financiewezen en de Controle-dienst voor de Verzekeringen versterkt, deels ook op het terrein van de bestuurlijke verhoudingen; directieleden van de centrale bank zullen zitting hebben in de directies van de toezichthoudende organen en een nieuw comité ter zake van financiële stabiliteit zal onder voorzitterschap van de gouverneur van de centrale bank worden belast met de coördinatie van het toezicht op de financiële sector. Deze hervorming strekt er onder meer toe gebruik te maken van synergie-effecten met betrekking tot onderwerpen van gemeenschappelijk belang, zoals financiële stabiliteit, door het samenbrengen van middelen en kennis. In Duitsland is de nieuwe toezichthouder (voor zowel het bank-, het effecten- als het verzekeringswezen) in mei 2002 van start gegaan, terwijl de betrokkenheid van de Deutsche Bundesbank bij het bedrijfseconomische toezicht is versterkt. In Finland wordt thans het operationele kader van de Autoriteit Financieel Toezicht herzien om te komen tot een verbeterde functionaliteit. In Frankrijk is een wetsvoorstel ingediend tot oprichting van een nieuwe toezichthouder, de Autoriteit Financiële Markten, die zal worden belast met de regelgeving ten aanzien van en het toezicht op de effectenmarkten. Binnen de Autoriteit Financiële Markten zullen de functies van het beurscomité en de raad voor de financiële markten worden samengevoegd, om zodoende het institutionele kader voor de regulering van en het toezicht op het effectenwezen te stroomlijnen. In Ierland is het wetgevende proces voortgezet tot oprichting van de Irish Financial Services Regulatory Authority, die een autonoom onderdeel zal vormen van een geherstructureerde centrale bank, de Central Bank and Financial Services Authority of Ireland. De nieuwe toezichthoudende instantie zal worden belast met de regulering van en het toezicht op alle financiële sectoren, met inbegrip van zowel bedrijfseconomische aangelegenheden als consumentenzaken. In Nederland is voortgegaan met de institutionele hervorming op basis van een functioneel onderscheid tussen bedrijfseco-

nomisch toezicht en gedragtoezicht. Het gedragtoezicht wordt uitgevoerd door een aparte toezichthouder, terwijl de centrale bank en de Pensioen- en Verzekeringskamer belast zijn met het bedrijfseconomische toezicht. Tussen de twee bedrijfseconomische toezichthouders is een nauwere samenwerking tot stand gebracht. Vertegenwoordigers van deze instellingen hebben zitting in elkaars

directies en in december 2002 is aan de verantwoordelijke ministers voorgesteld tot volledige integratie te komen. Al met al hebben de bovenvermelde ontwikkelingen geleid tot consolidatie van het aantal toezichthoudende instanties en tot een gewijzigde en in de meeste gevallen grotere betrokkenheid van de centrale banken bij het bedrijfseconomische toezicht.

3 Bancaire en financiële regelgeving

In 2002 was de herziening van het stelsel van vermogens-eisen wederom het belangrijkste onderwerp op het terrein van de bancaire regelgeving, zowel internationaal als binnen de EU. Op het internationale niveau heeft het Bazelse Comité voor het Banktoezicht versneld gewerkt aan de verdere ontwikkeling en verfijning van de belangrijkste elementen van de drie pijlers van het voorgestelde kader, te weten minimumvermogens-eisen, toetsing door de toezichthouder en marktdiscipline. In juli 2002 bereikte het Bazelse Comité overeenstemming over een aantal belangrijke zaken met betrekking tot de voltooiing van het Nieuwe Bazelse Akkoord. Deze overeenstemming betreft onder meer een specifieke behandeling van de uitzettingen van banken bij het midden- en kleinbedrijf, het uitvoeren in het kader van de tweede pijler van behoedzame "stress tests" voor het kredietrisico door banken die hebben gekozen voor de interne-ratingmethode, het dichten van de kloof tussen de geavanceerde en de basisbenadering bij de interne-ratingmethode, een meer flexibele behandeling in het kader van de eerste pijler van het operationele risico, en als overgangsmaatregel het opleggen van één enkele minimumvermogens-eis gebaseerd op het geschatte vermogen volgens het huidige Akkoord. Daarnaast heeft het Bazelse Comité een herziene tijdsplanning voor de voltooiing van het Nieuwe Bazelse Akkoord vastgesteld; volgens deze planning zal het laatste (derde) discussiedocument in het tweede kwartaal van 2003 voor openbare consultatie worden verspreid, terwijl het Nieuwe Bazelse Akkoord in het vierde kwartaal van 2003 zal worden voltooid en ultimo 2006 in werking

zal treden. In oktober 2002 is het Bazelse Comité de derde en laatste *Quantitative Impact Study* gestart om een gedegen beoordeling te kunnen maken van de effecten van de nieuwe Bazelse regels alvorens het derde discussiestuk uit te brengen. De resultaten hiervan worden aan het begin van de zomer van 2003 verwacht. De *Accord Implementation Group*, een subgroep van het Bazelse Comité belast met uitvoeringsaangelegenheden, heeft in 2002 een aanvang met de werkzaamheden gemaakt.

Op het niveau van de EU is, parallel aan de werkzaamheden binnen het Bazelse Comité, door de Europese Commissie voortgegaan met de werkzaamheden ter herziening van de vermogens-eisen voor banken en beleggingsinstellingen. In november 2002 is de Commissie over dit onderwerp een preconsultatieve dialoog (de zogeheten "Gestructureerde Dialoog") gestart met de financiële sector en andere belanghebbenden. Als basis voor de dialoog zijn een begeleidend memorandum en een werkdocument gepubliceerd, waarin de huidige visie van de Commissie over het nieuwe kader van vermogens-eisen van de EU voor banken en beleggingsinstellingen wordt uiteengezet. De Commissie is voornemens aan het begin van de zomer van 2003, dus kort na het verschijnen van het derde discussiestuk van het Bazelse Comité, een derde discussiestuk uit te brengen voor een formele consultatie op EU-niveau. Verwacht wordt dat daarna, in het eerste kwartaal van 2004, de Commissie een voorstel zal uitbrengen voor een concept-Richtlijn omtrent de vermogens-eisen voor krediet- en beleggingsinstellingen,

waarin de bestaande voorschriften van de EU zullen worden aangepast. Verwacht wordt dat het nieuwe kader van vermogens-eisen ultimo 2006, tegelijk met het Nieuwe Bazelse Akkoord, in werking zal treden.

In reactie op een verzoek van de Europese Raad van Barcelona van maart 2002, zal de Europese Commissie ook een studie uitvoeren naar de waarschijnlijke gevolgen van het nieuwe kader van vermogens-eisen voor alle sectoren van de Europese economie, en met name voor het midden- en kleinbedrijf. Het streven is erop gericht deze studie in het najaar van 2003 te voltooien.

De ECB, die hoofdzakelijk in haar hoedanigheid van waarnemer bij de desbetreffende comités bijdraagt aan het besluitvormingsproces op dit terrein, blijft de algemene teneur steunen van de voorgestelde hervorming zoals die tot dusverre vorm heeft gekregen. Zo is de ECB voorstander van de invoering van "stress tests" in het kader van de tweede pijler voor banken die gebruik maken van de interne-ratingbenadering; tezamen met de invoering van een vlakkere risicowegingscurve voor bedrijfskredieten (zoals door het Bazelse Comité in november 2001 overeengekomen), zal dit naar verwachting bijdragen aan geringere schommelingen in de vermogens-eisen over de conjunctuurcyclus heen. Mits de nog uitstaande punten tot een goede oplossing worden gebracht, mag worden verwacht dat het nieuwe kader zal bijdragen aan de versterking van de financiële stabiliteit. Met betrekking tot de voor de EU specifieke aangelegenheden, hecht de ECB groot belang aan een geëigende behandeling van de uitzettingen van banken bij het midden- en kleinbedrijf en aan een billijke behandeling van kleine en middelgrote banken en beleggingsinstellingen, met vermogens-eisen in evenredigheid met het specifieke risicoprofiel van deze ondernemingen. Daarnaast wordt convergentie van de toezichtpraktijk ook gezien als een belangrijk onderwerp, dat een kerntaak zal gaan vormen van de bankentoezichtcomités van het derde niveau.

Op het terrein van de financiële regelgeving is goede voortgang geboekt bij de vaststelling van de maatregelen van de EU zoals die zijn voorzien in het actieplan voor de financiële dienstverlening. Met name de door de Europese Raad van Barcelona vastgestelde prioritaire doelstellingen, zoals de Richtlijn Financiële Conglomeraten, de Richtlijn Marktmissbruik en de Verordening omtrent Internationale Standaarden voor Jaarrekeningen, zijn bijna alle in 2002 verwezenlijkt. Het wetgevingsproces is gepaard gegaan met een toenemend bewustzijn van de potentiële voordelen van een verdere integratie van de financiële markten (zie Hoofdstuk V). Met betrekking tot de regelgeving inzake effecten is voortgang geboekt binnen het zogeheten Lamfalussy-kader, dat was voorgesteld door het Comité van Wijzen voor de Regulering van de Europese Effectenmarkten. De Richtlijn Marktmissbruik is de eerste waarin een onderscheid wordt gemaakt tussen kaderbepalingen (wetgeving op niveau 1) en de uitvoering van technische details (maatregelen op niveau 2), en waarin voor de vaststelling van maatregelen op niveau 2 een "comitologie"-rol wordt toegekend aan het Europees Comité voor het Effectenbedrijf. Daarnaast wordt in de voorstellen van de Commissie voor Richtlijnen voor Prospectussen en met name voor de herziening van de Richtlijn Beleggingsdiensten in hoge mate uitgegaan van de uitvoerbaarheid van de regelgevende procedures volgens de Lamfalussy-benadering. Het recent opgerichte Comité van Europese Effectenregelgevers heeft, op verzoek van de Commissie, een aanvang gemaakt met technische werkzaamheden voor de uitvoeringsmaatregelen van de Richtlijnen Marktmissbruik en Prospectussen. De ECB neemt als waarnemer deel aan de Werkgroep voor het Beleid inzake Financiële Dienstverlening, die toezicht houdt op de voortgang bij de tenuitvoerlegging van het actieplan voor de financiële dienstverlening. Daarnaast wordt de ECB, conform de statutaire bepalingen, geconsulteerd omtrent conceptvoorstellen voor Richtlijnen op het terrein van de financiële regelgeving, zoals in de bovengenoemde gevallen.

De strijd tegen het witwassen van geld en de financiering van terroristische activiteiten stond ook in 2002 weer hoog op de lijst van prioriteiten. Op dit gebied deden zich drie belangrijke ontwikkelingen voor. Ten eerste waren vele landen uitgebreid betrokken bij de tenuitvoerlegging van de acht bijzondere aanbevelingen tegen het financieren van terroristische activiteiten zoals die waren uitgebracht door de *Financial Action Task Force* (FATF). In dit kader heeft de FATF veel werk verzet om deze normen in detail uiteen te zetten. Ten tweede is de FATF begonnen met een herziening van de 40 aanbevelingen tegen het witwassen van geld. Daarbij gaat het onder meer om identificatie en kennis van de cliënt, de rapportage van verdachte transacties, regelgeving en toezicht, bedrijven als instrument bij witwasoperaties en niet-financiële bedrijven en beroepen. Ten derde hebben het IMF, de Wereldbank en de FATF een gezamenlijke methodiek ontwikkeld om te beoordelen of landen voldoen aan de 40 aanbevelingen van de FATF. De normen van de FATF zullen worden toegevoegd aan de standaarden en gedragscodes die ten grondslag liggen aan het toezichtwerk van het IMF en de Wereldbank, zoals de opstelling van rapporten over de mate waarin aan de standaarden en gedragscodes wordt voldaan en het uitvoeren van beoordelingsprogramma's voor de financiële sector. De ECB neemt in haar hoedanigheid van waarnemer deel aan de FATF.

Op het terrein van normen voor waardering en resultaatbepaling is de *International Accounting Standards Board* (IASB) begonnen met het moderniseren en verbeteren van de bestaande *International Accounting Standards* (IAS), alsmede met een aantal belangrijke projecten gericht op convergentie met de in de Verenigde Staten geldende *US Generally Accepted Accounting Principles*. In dit kader heeft de IASB conceptvoorstellen gepubliceerd voor IAS 32 inzake de rapportage en presentatie van financiële instrumenten en IAS 39 inzake de opname in de jaarrekening van financiële

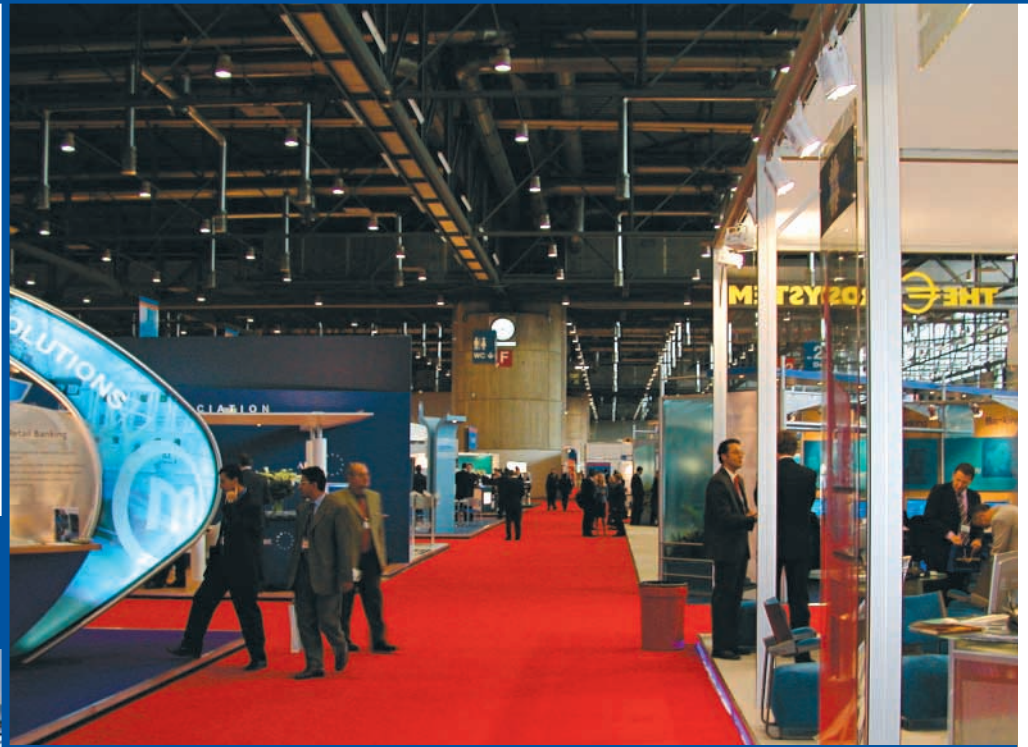
instrumenten en de waardering daarvan. De mogelijke uitbreiding van de toepassing van "fair value accounting" krachtens IAS 39 wordt nog bestudeerd. De ECB heeft over de toepassing van "fair value accounting" in het bankwezen in november 2001 een advies uitgebracht.⁷ Wat de ontwikkelingen binnen de EU betreft, stelt Verordening (EG) nr. 1606/2002 van het Europees Parlement en de Raad van 19 juli 2002 dat beursgenoteerde ondernemingen vanaf 2005 "internationale standaarden voor jaarrekeningen"⁸ moeten toepassen bij de opstelling van hun geconsolideerde jaarrekening. De Verordening strekt ertoe te komen tot harmonisatie van financiële informatie om een hoge mate van transparantie en vergelijkbaarheid van jaarrekeningen te waarborgen. Een nieuw Regelgevend Comité voor Financiële Verslaggeving is opgericht om de Commissie bij te staan bij de vaststelling van de conform deze Verordening van toepassing zijnde standaard(en). De ECB is uitgenodigd om de bijeenkomsten van het Comité als waarnemer bij te wonen.

Met betrekking tot *corporate governance* heeft, na het rapport van de Groep van Vennootschapsrecht deskundigen over een modern regelgevend kader voor *corporate governance* in Europa, de Commissie een aanvang gemaakt met het opstellen van een actieplan om de aanbevelingen van de Groep uit te voeren. De ECB zal aan de ontwikkeling van dit actieplan bijdragen via haar lidmaatschap van de verschillende fora van de EU waarin het plan zal worden besproken.

7 Zie "Fair value accounting in the banking sector: ECB comments on the "Draft standard and basis for conclusions - financial instruments and similar items" issued by the Financial Instruments Joint Working Group of Standard Setters", ECB, 8 november 2001.

8 Volgens artikel 2 van de Verordening wordt onder "internationale standaarden voor jaarrekeningen" verstaan: de *International Accounting Standards* (IAS), de *International Financial Reporting Standards* (IFRS) en de daarmee verband houdende interpretaties (SIC/IFRIC interpretaties), wijzigingen van deze standaarden en interpretaties, toekomstige standaarden en daarmee verband houdende interpretaties die worden vastgesteld of goedgekeurd door de *International Accounting Standards Board* (IASB).

30 september tot 4 oktober 2002



Stand van het Eurosysteem op Sibos 2002, de beurs voor financiële dienstverleningsproducten in Genève



Hoofdstuk X

Het statistische kader

I Inleiding

In 2002 verliep de beschikbaarstelling van statistieken probleemloos, en werden verdere verbeteringen aangebracht ten aanzien van kwaliteit en beschikbaarheid. Met de invoering van de nieuwe Verordeningen omtrent de geconsolideerde balans van de MFI-sector en statistieken betreffende de rentetarieven van MFI's, het Richtsnoer betreffende financiële rekeningen op kwartaalbasis, en andere juridische instrumenten die thans in voorbereiding zijn, zijn verdere aanzienlijke verbeteringen te verwachten. Dit alles geschiedt in nauwe samenwerking met de nationale centrale banken, die de gegevens van de rapporterende instellingen verzamelen en doorgeven aan de ECB, waar vervolgens aggregaten voor het eurogebied worden samengesteld.

Er zijn inspanningen verricht om de coördinatie verder te versterken teneinde de beschikbaarheid en tijdigheid van internationaal vergelijkbare en consistente gegevens op maand- en kwartaalbasis te verbeteren. Ook zijn stappen ondernomen om een veelomvattend statistisch kader van financiële en niet-financiële rekeningen op kwartaalbasis te ontwikkelen met het doel de consistentie van de diverse

statistieken te vergroten. In 2002 heeft de ECB haar eerste conferentie over statistieken gehouden en voor gebruikers van gegevens seminars georganiseerd over met name seizoenscorrectie en statistieken die de financiële markten betreffen.

Het Eurosysteem streeft ernaar om op zodanige wijze in de behoefte aan betrouwbare, uitvoerige en hoogwaardige statistieken te voorzien dat de rapportagevereisten voor de instellingen minimaal blijven. Daarom maakt het Eurosysteem waar mogelijk gebruik van bestaande statistieken. Nieuwe statistische vereisten worden getoetst aan een kosten/batenprocedure waarbij ook de rapporterende instellingen betrokken zijn. In 2002 is de formele procedure voor het beoordelen van de kosten en de baten van nieuwe statistieken verder verfijnd.

Het Eurosysteem heeft de kandidaat-lidstaten bijgestaan bij de ontwikkeling van hoogwaardige statistieken, onder andere door verschillende seminars te organiseren over specifieke soorten statistieken (zie Hoofdstuk VI).

2 Monetaire en bancaire statistieken en statistieken omtrent financiële markten

De periodieke beschikbaarstelling van monetaire en bancaire statistieken en statistieken omtrent financiële markten is zoals gepland verlopen.

De MFI's rapporteren op maand- en kwartaalbasis balansgegevens, waarmee zij voldoen aan de statistische verplichtingen die bij de aanvang van de EMU zijn vastgesteld. De *List of MFIs for statistical purposes* wordt maandelijks bijgewerkt en is te vinden op de website van de ECB. De bedoeling daarvan is te verzekeren dat overal in het eurogebied en in de EU dezelfde definitie van een MFI wordt toegepast.

In 2002 hebben de ECB en de nationale centrale banken aanzienlijke middelen ingezet voor de tenuitvoerlegging van de ECB-Verordening met betrekking tot de geconsolideerde balans van de MFI-sector (ECB/2001/13), die in november 2001 door de Raad van Bestuur was goedgekeurd. De invoering van de nieuwe vereisten wordt in samenwerking met kredietinstellingen en verenigingen van kredietinstellingen uitgevoerd. In dit verband is in november 2002 de toelichting bij Verordening ECB/2001/13 met betrekking tot de geconsolideerde balans van de MFI-sector gepubliceerd. Begin 2003 zullen voor het eerst gegevens worden gerapporteerd overeenkomstig deze Verordening. De belangrijkste verbeteringen van de balanssta-

tistieken van MFI's zijn meer gedetailleerde informatie op maandbasis over leningen en deposito's en nieuwe statistieken omtrent de herwaardering die op effecten en leningen wordt toegepast. Door de grotere detaillering zijn nu uitsplitsingen naar type instrument, oorspronkelijke looptijd en de sector van de tegenpartij van MFI-balansposten beschikbaar. Door de herziening van de herwaardering wordt het aanzienlijk gemakkelijker stromen op maandbasis te berekenen. Deze aanpassing heeft bovendien mogelijk een eigen informatiewaarde en voegt iets toe aan de analyse van monetaire aggregaten en tegenpartijen (zoals de afwaardering/afschrijving van leningen).

Ook hebben de ECB en de nationale centrale banken aanzienlijke middelen ingezet voor de tenuitvoerlegging van de nieuwe ECB-Verordening met betrekking tot statistieken van door MFI's gehanteerde rentetarieven (ECB/2001/18), die in december 2001 door de Raad van Bestuur is vastgesteld. Deze statistieken omvatten uitvoerige, gedetailleerde en geharmoniseerde gegevens omtrent rentetarieven, die de analyse van de monetaire-beleidstransmissie en de monetaire analyse zelf zeer ten goede zullen komen. Ook zijn zij benodigd voor de beoordeling van financiële stabiliteit. In totaal worden 45 indicatoren samengesteld met betrekking tot zowel uitstaande bedragen als nieuwe contracten. De nieuwe statistieken omtrent de door MFI's gehanteerde rentetarieven komen voor de ECB beschikbaar op de negentiende werkdag na afloop van de referentiemaand. Het jaar 2003 wordt als aanloopperiode beschouwd. In dit verband moet ook worden gewezen op de ontwikkeling van een door het Eurosysteem ontwikkelde enquête inzake bancaire kredieten, waarmee de rentestatistieken verder aangevuld zullen worden.

In november 2002 heeft de Raad van Bestuur een Verordening (ECB/2002/8) vastgesteld inzake het opstellen van maandgegevens betreffende de houders van aandelen/participaties in geldmarktfondsen, uitgesplitst naar ingezetenschap van de houder. Het doel van deze wijziging van Verordening ECB/2001/13

is de stabiliteit en kwaliteit van de gegevens omtrent de houders van aandelen/participaties in geldmarktfondsen, die reeds gebruikt werden bij de berekening van M3, op de lange termijn te verbeteren.

Gegeven het besluit om uit seizoenvrije gegevens berekende twaalfmaands groeicijfers voor de toename van M3 te gebruiken voor de vergelijking met de referentiewaarde zijn verdere inspanningen verricht om te verzekeren dat ook deze statistieken van hoogwaardige kwaliteit zijn. De correctie van de stromen is verbeterd in die zin dat nauwkeuriger rekening gehouden wordt met wisselkoersmutaties (die invloed hebben op niet in euro luidende posten op de MFI-balans) en wordt nu ook toegepast op de meer gedetailleerde kwartaalgegevens, waardoor de groeicijfers van bijvoorbeeld de door sectoren bij MFI's aangehouden deposito's en opgenomen leningen nauwkeurig kunnen worden berekend.

Ook zijn nieuwe indicatoren ontwikkeld waarmee de financiële stabiliteit en structurele ontwikkelingen in het bankwezen kunnen worden beoordeeld.

In januari 2003 heeft de ECB voor het eerst statistieken omtrent niet-monetaire financiële instellingen (niet zijnde verzekeringsinstellingen en pensioenfondsen) gepubliceerd. Deze statistieken tonen de per de kwartaalultimo uitstaande standen voor beleggingsfondsen in het eurogebied, uitgesplitst naar fondstype (aandelen, obligaties, gemengd, vastgoed en overige) alsook naar mogelijke beperkende bepalingen ten aanzien van de aankoop van de aandelen/participaties in dergelijke fondsen (fondsen voor het publiek en fondsen voor specifieke beleggers). Deze statistieken zijn nog niet volledig geharmoniseerd voor het gehele eurogebied, hoewel de nationale centrale banken stappen hebben ondernomen om hun bijdragen zo consistent mogelijk te maken. Zo kunnen geaggregeerde gegevens voor het eurogebied worden samengesteld die van een aanvaardbare kwaliteit zijn.

Het Eurosysteem heeft zich verder beziggehouden met enkele gevolgen van de overgang op de chartale euro voor de wijze waarop de nationale uitsplitsingen van de statistieken op de MFI-balans die aan monetaire statistieken ten grondslag liggen gepresenteerd worden.

De statistieken omtrent effectenemissies zijn verbeterd. De invoering van een nieuwe berekeningswijze, waarbij de toename van de transacties wordt uitgesplitst naar herwaarderingen, herrubriceringen en andere mutaties die niet uit transacties voortvloeien, heeft geleid tot grotere nauwkeurigheid en consistentie van de groeicijfers. Na voor-

bereidingen door de ECB en de nationale centrale banken is de ECB in januari 2003 bovendien begonnen met de regelmatige publicatie van nieuwe maandstatistieken met betrekking tot de uitstaande bedragen aan beursgenoteerde aandelen, uitgesplitst naar sector van de emittent.

Daarnaast heeft de ECB het afgelopen jaar verder gewerkt aan de ontwikkeling van gemeenschappelijke methodieken voor de berekening van vergelijkbare statistische indicatoren voor de financiële markten in het eurogebied.

3 Statistieken omtrent de betalingsbalans, internationale reserves en de internationale investeringspositie, en effectieve wisselkoersen

De samenstelling en publicatie van gegevens betreffende de betalingsbalans van het eurogebied op maand- en kwartaalbasis, de internationale investeringspositie op jaarbasis en de internationale reservepositie van het Eurosysteem op maandbasis zijn in 2002 goed verlopen.

In november 2002 werd een aanzienlijke verbetering geboekt toen de ECB voor het eerst jaarultimocijfers publiceerde over de internationale investeringspositie voor de periode 1999-2001 waarbij de actief- en passiefstanden voor het eurogebied apart werden getoond en niet alleen netto standen. De mutaties in de internationale investeringspositie tussen de jaarultimo's worden deels verklaard door de betalingsbalansstromen tijdens het jaar. Daarnaast geven de standen ook waarderingseffecten weer die voortvloeien uit mutaties in activaprijzen en wisselkoersen, en andere mutaties (zoals afschrijvingen, herrubriceringen) die geen verband houden met stromen. Daarom worden door de bovenstaande verbetering het informatiegehalte en de analytische waarde van de statistieken voor de internationale investeringspositie van het eurogebied sterk bevorderd.

Evenals in vorige jaren heeft het Eurosysteem zich ingezet voor verbetering van de kwaliteit

en beschikbaarheid van gegevens. In dit opzicht doet zich een belangrijke uitdaging voor bij het effectenverkeer. In juni 2002 heeft de ECB een rapport uitgebracht waarin mogelijke maatregelen worden uiteengezet waardoor de statistieken over het effectenverkeer op nationaal niveau verbeterd kunnen worden. De ECB is bezig om in samenwerking met de nationale centrale banken een gecentraliseerde effectendatabase te ontwikkelen ter verbetering van de kwaliteit van de gegevens omtrent het effectenverkeer. Ook heeft de ECB een grote bijdrage geleverd tot de werkzaamheden op Europees niveau om criteria en operationele indicatoren vast te stellen voor de beoordeling van de kwaliteit van betalingsbalans- en aanverwante gegevens. Ook zijn stappen ondernomen om betalingsbalans- en aanverwante gegevens enerzijds en monetaire en bancaire gegevens en statistieken betreffende de "rest van de wereld" in de nationale rekeningen anderzijds beter op elkaar af te stemmen.

In 2002 zijn wijzigingen van het Richtsnoer van de ECB 2000/4, dat voorziet in het juridische kader voor de samenstelling van statistieken over de betalingsbalans van het eurogebied, de internationale reserves en de internationale investeringspositie, overwogen.

Naar verwachting zal dit Richtsnoer in het eerste kwartaal van 2003 worden herzien.

In november 2002 is een herziene versie van de jaarlijkse publicatie *European Union balance of payments/international investment position statistical methods* verschenen. Deze publicatie bevat informatie over de statistische methodieken die in de lidstaten worden gebruikt bij het samenstellen van statistieken omtrent de betalingsbalans en de internationale investe-

ringspositie en vergroot daarmee de inzichtelijkheid van de samenstelling van statistieken voor het eurogebied.

De ECB publiceert sinds oktober 1999 gegevens met betrekking tot de nominaal- en reëel-effectieve wisselkoersen van de euro, en heeft gegevens beschikbaar gesteld waarmee de internationale rol van de euro kan worden beoordeeld.

4 Statistieken betreffende financiële rekeningen

De periodieke publicatie van kwartaalgegevens met betrekking tot de financiële rekeningen van de niet-financiële sectoren in het eurogebied verliep goed; deze gegevens worden sinds mei 2001 gepubliceerd. Het Richtsnoer van de ECB inzake de statistische vereisten ten aanzien van financiële rekeningen op kwartaalbasis, dat door de Raad van Bestuur in november 2002 werd vastgesteld, verplicht tot periodieke publicatie van financiële rekeningen op kwartaalbasis binnen het Eurosysteem. Het Richtsnoer komt tegemoet aan de huidige behoefte aan gegevens voor de samenstelling van de financiële rekeningen van

de monetaire unie en de rapportagevereisten ten aanzien van nationale gegevens, en met name ten aanzien van verzekeringsinstellingen en pensioenfondsen, die binnenkort beschikbaar zullen komen. Het nieuwe Richtsnoer is in november 2002 in werking getreden.

De statistieken met betrekking tot de financiële rekeningen zijn verder verbeterd in die zin, dat de consistentie tussen de kapitaalrekening en de financiële rekeningen is verhoogd. Ook heeft men zich beziggehouden met de statistische behandeling van bankbiljetten die niet uit omloop zijn teruggekeerd.

5 Statistieken omtrent de overheidsfinanciën

Evenals in vorige jaren heeft de ECB gegevens op jaarbasis gepubliceerd over overheidsontvangsten en -uitgaven in het eurogebied. Deze gegevens omvatten tevens gedetailleerde informatie over de overheidsschuld en een analyse van het verschil tussen overheidste-

korten en mutaties in de overheidsschuld. In 2002 is de transmissie van deze jaargegevens soepel verlopen. Een ECB-Richtsnoer over de rapportagevereisten en de procedures voor de uitwisseling van statistieken op het terrein van de overheidsfinanciën is in voorbereiding.

6 Algemene economische statistieken

De monetaire-beleidsstrategie van de ECB steunt op algemene economische statistieken omtrent prijzen en kosten, nationale rekeningen, arbeidsmarkten en een breed scala aan andere economische gegevens. De ECB en de Europese Commissie (die hoofdzakelijk verantwoordelijk is voor deze statistieken op EU-niveau) hebben nauw samengewerkt bij

het toezicht op de invoering van het in september 2000 aan de Ecofin-raad voorgelegde *Action Plan on EMU Statistical Requirements*. Als vervolg op dit plan en andere initiatieven zijn op nationaal en Europees niveau verbeteringen ingevoerd ten aanzien van de algemene economische statistieken, maar er valt nog veel te doen. In een door de Europese Com-

missie in november 2002 uitgegeven communiqué wordt uitvoerig uiteengezet hoe de verbeterde methodieken voor de statistieken en de indicatoren voor het eurogebied tot stand zijn gekomen; ook wordt de verwachting uitgesproken dat op dit gebied verdere vooruitgang kan worden geboekt. De ECB heeft zoals in het verleden bijgedragen tot een volgend voortgangsverslag over de informatiebehoefte

binnen de EMU, waarin de resultaten van en vereisten krachtens het actieplan van de EMU worden besproken; dit verslag is inmiddels door de Ecofin-Raad aangenomen.

Verder heeft de ECB in 2002 de noodzaak van verdere verbeteringen van de wereldwijde vergelijkbaarheid van statistieken benadrukt.

7 Samenwerking met de Europese Commissie en internationale instellingen

Op Europees niveau heeft de overeengekomen verdeling van de statistische taken tussen de ECB en de Europese Commissie (Eurostat) in 2002 evenals in voorgaande jaren goed gewerkt. Het Memorandum van Toelichting op de economische en financiële statistieken tussen de ECB en Eurostat wordt thans bijgewerkt. De ECB werkt nauw samen met de Europese Commissie, ook via het *Committee on Monetary, Financial and Balance of Payments Statistics (CMFB)*. In dit Comité zijn de statistici bij Eurostat en de nationale bureaus voor de statistiek en de ECB en de nationale centrale banken vertegenwoordigd. De ECB

heeft de vaststelling door het Comité van nieuwe interne procedureregels voor het verwerken van consultaties in het kader van de buitensporige-tekortprocedure verwelkomd.

Verder onderhoudt de ECB ten aanzien van statistische aangelegenheden nauwe contacten met de BIB, het IMF en de OESO. In samenwerking met de instellingen van de Europese Gemeenschap en internationale organisaties draagt de ECB bij tot de definiëring van internationale standaarden met betrekking tot statistieken en tot de naleving daarvan.



“Second ECB Central Banking Conference” in Frankfurt op 24 en 25 oktober 2002

Hoofdstuk XI

Overige taken en werkzaamheden

I Adviesfuncties

Krachtens artikel 105, lid 4, van het Verdrag en artikel 4 van de Statuten van het ESCB moet de ECB door de desbetreffende instellingen van de Gemeenschap en de bevoegde nationale autoriteiten¹ worden geraadpleegd over voorgenomen communautaire respectievelijk nationale wetgeving op de gebieden die onder de bevoegdheid van de ECB vallen.

De grenzen en voorwaarden voor raadpleging van de ECB omtrent door nationale autoriteiten voorgenomen wetgeving zijn vastgelegd in Beschikking 98/415/EG van de Raad van 29 juni 1998. In artikel 2, lid 1 en lid 2, van deze Beschikking wordt vermeld op welke specifieke terreinen de ECB moet worden geraadpleegd, te weten met betrekking tot voorgenomen wetgeving ter zake van:

- monetaire aangelegenheden;
- betaalmiddelen;
- nationale centrale banken;
- het verzamelen, opmaken en verspreiden van statistieken op monetair en financieel gebied en betreffende het bankwezen, de betalingssystemen en de betalingsbalans;
- betalings- en vereveningssystemen; en
- voorschriften voor financiële instellingen, voorzover die wezenlijk van invloed zijn op

de stabiliteit van de financiële instellingen en markten.

Daarnaast moet de ECB door de autoriteiten van de niet aan het eurogebied deelnemende lidstaten² worden geraadpleegd over voorgenomen wetgeving inzake de instrumenten van het monetaire beleid.

In 2002 zijn in totaal 32 consultaties geïnitieerd, dertig door een lidstaat en twee door de Raad van de Europese Unie. Van deze 32 hadden er negen betrekking op betaalmiddelen, zeven op statistieken en elf op voorschriften die van invloed kunnen zijn op de stabiliteit van financiële instellingen en markten.

Zie voor een chronologisch overzicht van de door de ECB verstrekte adviezen de website van de ECB (www.ecb.int). In onderstaand kader zijn de in 2002 geïnitieerde consultaties samengevat.

- ¹ Conform het aan het Verdrag gehechte Protocol betreffende enkele bepalingen met betrekking tot het Verenigd Koninkrijk van Groot-Brittannië en Noord-Ierland, zijn artikel 105, lid 4, van het Verdrag en artikel 4 van de Statuten van het ESCB niet van toepassing op het Verenigd Koninkrijk. Derhalve is de verplichting de ECB te raadplegen niet van toepassing op de nationale autoriteiten van het Verenigd Koninkrijk.
- ² Met uitzondering van het Verenigd Koninkrijk (zie voetnoot 1).

Kader 10

Consultatieprocedures in 2002

(a) Consultatieprocedures op initiatief van lidstaten¹

Nr. ²	Initiator	Onderwerp
CON/2002/1	Finland	Bepalingen inzake elektronisch geld toegevoegd aan wet op kredietinstellingen.
CON/2002/2	Duitsland	Amendement op de regeling inzake de buitenlandse handel en betalingen betreffende het verzamelen, samenstellen en verspreiden van statistieken op monetair en financieel gebied en met betrekking tot het bankwezen, betalingssystemen en de betalingsbalans.

¹ Op 2 september 2002 heeft de Raad van Bestuur de wijzigingen goedgekeurd met betrekking tot de openbaarmakingsprocedures ten aanzien van de door de nationale autoriteiten aan de ECB gevraagde adviezen. Dientengevolge worden de adviezen van de ECB in principe zes maanden nadat zij zijn aangenomen op de website van de ECB gepubliceerd. In het geval van adviezen die van belang zijn voor het beleid, wordt de bestaande procedure gehandhaafd, dat wil zeggen onmiddellijke openbaarmaking op de website van de ECB. De Raad van Bestuur heeft tevens zijn goedkeuring gehecht aan de publicatie op de website van de ECB van eerder door de ECB en het EMI uitgebrachte adviezen. In beide gevallen zullen de desbetreffende nationale autoriteiten daarvan op de hoogte worden gesteld.

² De consultaties zijn genummerd in de volgorde waarin zij door de Raad van Bestuur zijn aangenomen.

Nr. ³	Initiator	Onderwerp
CON/2002/3	België	Het samenstellen van de betalingsbalans en de internationale investeringspositie van België.
CON/2002/4	Denemarken	Amendement op de wet inzake witwassen teneinde het financieren van terrorisme tegen te gaan.
CON/2002/5	Nederland	Omzetting van internationale wetgeving inzake de strijd tegen terrorisme en het naleven van financiële sancties in de Sanctiewet.
CON/2002/6	Frankrijk	Intrekking van de status van wettig betaalmiddel van in Franse franken luidende bankbiljetten en munten.
CON/2002/7	Ierland	Amendement op de wet inzake de Economische en Monetaire Unie betreffende bepalingen ten aanzien van de overdracht door de Central Bank of Ireland van netto inkomsten uit de uitgifte van munten aan de Ierse Schatkist.
CON/2002/8	Denemarken	Amendement op de wet op de effectenhandel betreffende onderpand en een toelichting op bepaalde bevoegdheden ten aanzien van aandelenbeurzen, de bescherming van gegevens en handelen met voorkennis.
CON/2002/9	Frankrijk	Amendement op het regeringsbesluit betreffende financiële betrekkingen met andere landen die invloed hebben op de statistieken omtrent de betalingsbalans en de internationale investeringspositie.
CON/2002/10	Denemarken	Amendement op de wet op financiële diensten en andere financiële wetten betreffende het toezicht op bedrijfspensioenfondsen, <i>best practices</i> voor effectenhandelaren, enz.
CON/2002/12	Finland	De bevoegdheid van het Finse Ministerie van Financiën om herdenkingsmunten uit te geven die in Finland de status van wettig betaalmiddel hebben.
CON/2002/13	België	Invoering van uitvoerig bedrijfseconomisch toezicht op de financiële sector en financiële diensten, alsook bijzondere regels ten aanzien van de secundaire markten voor financiële instrumenten.
CON/2002/14	Spanje	Betaling van de winst van de Banco de España aan de Schatkist.
CON/2002/15	Finland	Afronding op vijf cent van in euro luidende betalingen verricht met een bankpas of een andere betaalkaart.
CON/2002/16	Ierland	Wetsvoorstal betreffende de centrale bank en de toezichthouder op financiële diensten in Ierland, 2002.
CON/2002/17	Luxemburg	Regeling betreffende de aanwijzing van bevoegde nationale autoriteiten met betrekking tot vervalsingen.
CON/2002/18	België	Toelichting op de specifieke verhouding tussen het institutionele kader van de Nationale Bank van België en algemene regels betreffende naamloze vennootschappen.
CON/2002/19	Oostenrijk	Tenuitvoerlegging van speciale FATF aanbevelingen ten aanzien van witwassen en de bestrijding van het financieren van terrorisme.
CON/2002/20	Oostenrijk	Wijzigingen van de basis- en referentierentevoeten.
CON/2002/21	Zweden	Wijzigingen betreffende het verzamelen van betalingsbalansstatistieken en het liquiditeitscriterium voor effecten die in monetaire-beleidstransacties worden gebruikt, alsook de voorgestelde uitbesteding van onderdelen van dit proces.

³ De consultaties zijn genummerd in de volgorde waarin zij door de Raad van Bestuur zijn aangenomen.

Nr. ⁴	Initiator	Onderwerp
ON/2002/22	Zweden	Voorstel dat voorziet in een aan het Zweedse Parlement ondergeschikte nationale rekenkamer, alsook amendementen op de wet op Sveriges Riksbank.
CON/2002/23	Finland	Herziening van de wet op de financiële toezichthouder, m.i.v. herziene werkwijzen en nieuwe bevoegdheden ten aanzien van sancties.
CON/2002/24	België	Voorkoming van het gebruik van het financiële systeem bij witwassen.
CON/2002/26	Griekenland	Juridische bescherming voor euro-bankbiljetten.
CON/2002/27	Finland	Wet op de bevoegdheden met betrekking tot de Finse financiële markten in crisissituaties.
CON/2002/28	Zweden	De publicatie van rentevoeten en Sveriges Riksbank.
CON/2002/29	Zweden	Invoering van een nieuw – op enquêtes gebaseerd – systeem voor het verzamelen van betalingsbalansstatistieken.
CON/2002/30	Italië	Bepalingen betreffende de conversie van obligaties krachtens Wet Nr. 483/93 waardoor de balans van de Banca d'Italia wordt beïnvloed.
CON/2002/31	Italië	Bepalingen in de begrotingswet 2003 betreffende bankbiljetten en munten.
CON/2002/32	Frankrijk	Wetsvoorstel betreffende de financiële veiligheid.

(b) Consultatieprocedures op initiatief van Europese instellingen⁵

No. ⁴	Initiator	Onderwerp	Publicatie
CON/2002/11	Raad van de Europese Gemeenschappen	Aanbeveling ten aanzien van de benoeming van de Vice-President van de Europese Centrale Bank.	PB L 101, 14.4.2002, p. 17
CON/2002/25	Raad van de Europese Gemeenschappen	Verordening van het Europees Parlement en de Raad betreffende vertragingen bij de transmissie van de belangrijkste aggregaten uit de nationale rekeningen, derogaties op dit gebied en de transmissie van werkgelegenheidsgegevens in gewerkte uren.	PB C 253, 22.10.2002, p. 14

⁴ De consultaties zijn genummerd in de volgorde waarin zij door de Raad van Bestuur zijn aangenomen.

⁵ Te vinden op de website van de ECB.

2 Naleving van het verbod op monetaire financiering en bevoorrechte toegang

Krachtens artikel 237, lid d, van het Verdrag heeft de ECB tot taak toe te zien op de naleving, door de 15 NCB's van de EU, van hun verplichtingen uit hoofde van artikel 101 en 102 van het Verdrag en Raadsverordeningen (EG) nr. 3603/93 en 3604/93. Die taak wordt uitgevoerd door de Algemene Raad van de ECB, die tevens toezicht houdt op de naleving van de voorschriften door de ECB zelf. 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 centrale overheden en andere overheden, open-

bare bedrijven en instellingen of organen van de Gemeenschap bevoorrechte toegang tot de financiële instellingen wordt geboden. Parallel aan het door de Algemene Raad uitgeoefende toezicht, ziet de Europese Commissie erop toe dat de lidstaten de bovengenoemde bepalingen naleven.

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

Voor 2002 heeft de Algemene Raad drie inbreuken door NCB's van lidstaten vastgesteld op de hierboven omschreven Verdragsbepalingen en de daarmee verband houdende Raadsverordeningen. In al die gevallen overschreed de hoeveelheid munten die door de NCB's werd aangehouden en waarmee de overheidssector werd gecrediteerd na de overgang op de chartale euro het plafond van 10% van de in omloop zijnde munten bepaald bij artikel 6 van Raadsverordening (EG) nr. 3603/93. Wat Griekenland betreft, werd het plafond in de eerste drie maanden van 2002 overschreden, terwijl het probleem zich met betrekking tot Frankrijk en Finland het hele jaar door voordeed en eind 2002 niet opgelost was. De Algemene Raad heeft er bij de NCB's van die twee lidstaten op aangedrongen onmiddellijk maatregelen te nemen om die situatie recht te zetten.

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 (die artikel II van Raadsverordening (EEG) nr 1969/88 van 24 juni 1988 heeft vervangen), 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 middellange termijn. In 2002 heeft de ECB echter geen beheerstaken verricht, aangezien er aan het eind van 2001 geen openstaand saldo bestond en er gedurende het verslagjaar geen nieuwe transacties zijn verricht.



De jury van de internationale architectuurwedstrijd voor het ontwerp van het nieuwe hoofdkantoor van de ECB bezoekt de toekomstige locatie, de "Grossmarkthalle" in Frankfurt



De jury voor het eerst bijeen op 30 en 31 oktober 2002

Hoofdstuk XII

Externe communicatie en verantwoording

I Het communicatiebeleid en de communicatieactiviteiten van de ECB

I.1 Communicatieactiviteiten

Doelmatige en open communicatie met de buitenwereld is onontbeerlijk voor een centrale bank. Het streven van de ECB is erop gericht om in nauwe samenwerking met de nationale centrale banken van het Eurosysteem en met gebruikmaking van diverse communicatie-instrumenten het inzicht van het Europese publiek in haar taken en haar strategie en de daaruit voortvloeiende besluiten te vergroten. In 2002 heeft de ECB onder meer gewerkt aan verdere verbetering van de effectiviteit van haar externe communicatieactiviteiten. Daarnaast is het belangrijk dat de communicatieactiviteiten die erop gericht zijn het publiek vertrouwd te maken met het monetaire-beleidskader en andere aangelegenheden op het gebied van centraal bankieren in het eurogebied, onverminderd en met regelmaat worden voortgezet.

De eerste maanden van het jaar stonden vooral in het teken van de Euro 2002 Informatiecampagne. Het ging hier om een uitzonderlijk communicatieproject van het Eurosysteem, bedoeld om de burgers in het eurogebied vertrouwd te helpen maken met de nieuwe munteenheid (zie Kader 12). Voor de berichtgeving over andere aangelegenheden bediende de ECB zich van haar gebruikelijke communicatiemiddelen: persberichten, persconferenties, periodieke publicaties (Jaarverslag en Maandbericht), openbare toespraken en interviews gehouden door leden van de besluitvormende organen van de ECB, en brochures en andere gedrukte publicaties. Dit brede scala aan instrumenten stelt de ECB in staat om vele verschillende doelgroepen te bereiken, variërend van wetenschappers en bankspecialisten tot mediavertegenwoordigers, studenten en het grote publiek.

Verder levert de ECB een bijdrage aan de verspreiding van onderzoeksresultaten op het terrein van monetair en algemeen economisch onderzoek door het publiceren van 'Working Papers' en 'Occasional Papers' en

het organiseren van wetenschappelijke congressen, seminars en workshops. In 2002 waren in dat kader de belangrijkste evenementen: het seminar dat gehouden werd in het kader van de Azië-Europa-bijeenkomst in april, het in mei gehouden seminar voor centrale banken van het Eurosysteem en uit Latijns-Amerika, de 'Second ECB Central Banking Conference 2002' in oktober, met als thema de transformatie van het Europese financiële stelsel, en het seminar voor hoge regeringsfunctionarissen in december, rond het proces van toetreding tot de EU.

Een afzonderlijke communicatieactiviteit wordt gevormd door de ontvangst van bezoekersgroepen bij de ECB. Dit is met name voor studenten een gelegenheid om uit de eerste hand informatie te verkrijgen over het werk van de ECB. In 2002 ontving de ECB meer dan 9000 bezoekers. Sinds haar oprichting in 1998 heeft de ECB meer dan 40.000 bezoekers verwelkomd.

Een overkoepelende factor in veel van deze communicatieactiviteiten is de website van de ECB (www.ecb.int), die toegang biedt tot alle door de ECB gepubliceerde documenten. In 2000 was de frequentie van de bezoeken aan de website wederom hoog, evenals het gebruik van de e-mail 'hotlines'. De website diende tevens als platform voor de lancering van een nieuw communicatie-instrument, de publieke consultatie.

In 2002 is zeer uitgebreid gebruikgemaakt van dit nieuwe instrument. In totaal werden door de ECB zes publieke consultaties gehouden. Hierbij werden belanghebbenden uitgenodigd om hun mening over een bepaald onderwerp kenbaar te maken aan de ECB dan wel aan een nationale centrale bank. Zowel de ECB als de nationale centrale banken laten de consultaties via hun website lopen. Tot de onderwerpen behoorden betalingssystemen en het operationele kader voor het monetaire beleid.

Samenwerking met de nationale centrale banken op het gebied van communicatie is van cruciaal belang en een eerste vereiste om te bewerkstelligen dat de middelen die binnen het ESCB voor deze doeleinden zijn toegewezen maximaal effect sorteren. De inspanningen in dit kader strekken er vooral toe te zorgen dat de berichtgeving over het gemeenschappelijke monetaire beleid in het eurogebied eensluidend is. Even belangrijk is dat het ESCB zich daarbij tot de meest uiteenlopende regionale en nationale doelgroepen kan richten in hun eigen taal en context.

De ECB blijft zoeken naar manieren om de effectiviteit van de bestaande middelen te vergroten. In het kader van deze inspanningen heeft de ECB in het najaar van 2002 een onderzoek verricht onder de lezers van het maandbericht en een project opgezet ter verbetering van de vormgeving van deze publicatie.

1.2 Belangrijke communicatie-aangelegenheden in 2002

In 2002 is een aantal actuele aangelegenheden van groot belang geweest voor het communicatiebeleid van het Eurosysteem. Naast een nadere bespreking in de desbetreffende hoofdstukken van dit Jaarverslag, worden deze aangelegenheden onderstaand beknopt weergegeven om de lezer een overzicht te geven van de uitdagingen waarvoor de ECB en het Eurosysteem zich op het gebied van de communicatie in 2001 gesteld zagen.

De ECB is in enkele gevallen pro-actief opgetreden om de kennis van het publiek inzake aangelegenheden die binnen de bevoegdheid van de ECB vallen, te vergroten. In andere gevallen heeft de ECB gereageerd op de vraag naar informatie vanuit de media, vanuit gespecialiseerde groeperingen of vanuit het publiek.

De voornaamste communicatieaangelegenheden betroffen onder meer:

- De monetaire-beleidskoers (zie Hoofdstuk I).
- De invoering van de chartale euro op 1 januari 2002. De Euro 2002 Informatiecampagne werd in het tweede kwartaal van 2002 succesvol afgesloten (zie Kader I I).
- De rol van het Eurosysteem in het proces voorafgaand aan de toetreding van de kandidaat-lidstaten tot de EU (zie Hoofdstuk VI).
- De monetaire-beleidstransacties (zie Hoofdstuk II).
- De discussies ten aanzien van het toezicht en de financiële stabiliteit op Europees en internationaal niveau (zie Hoofdstuk V en IX).
- De structuur van de financiële markten in het eurogebied (zie Hoofdstuk V en IX).
- Organisatorische aangelegenheden binnen de ECB, met name het uitschrijven van een internationale wedstrijd voor (stede-) bouwkundigen om het beste ontwerp voor het toekomstige onderkomen van de ECB (zie Hoofdstuk XIII).
- De visie van de Raad van Bestuur van de ECB op het Stabiliteits- en Groeipact (zie Hoofdstuk I).

Kader I I

De Euro 2002 Informatiecampagne

De Euro 2002 Informatiecampagne ging begin 2001 van start. Doel ervan was het publiek vertrouwd te maken met de nieuwe munteenheid en te informeren over de verschillende fasen waarin de overgang op de euromunten- en bankbiljetten zijn beslag zou krijgen. Het ging hier om een communicatieproject dat in vele opzichten zijn weerga niet kende. De campagne werd bij voorbeeld gevoerd in de elf officiële talen die in de twaalf landen van het eurogebied worden gesproken, en was in alle landen identiek qua vormgeving en opzet. Ook moest een publiek buiten het eurogebied worden bereikt. Voor de ontwikkeling en uitvoering van de campagne was een budget van EUR 80 miljoen gereserveerd. Daarnaast voerden de nationale centrale banken aanvullende campagnes op nationaal en, in sommige gevallen, ook op internationaal niveau.

De strategie achter de campagne was gebaseerd op vijf uitgangspunten. De campagne moest tot stand komen (1) door samenwerking met informatieverspreidende instanties en organisaties, (2) op basis van een door middel van onderzoek bepaalde informatiebehoefte, (3) via wisselwerking tussen het Europese niveau en nationale niveaus, (4) door een multimediale benadering en (5) door een disciplinaire benadering (b.v. public relations, direct marketing, advertenties en marketingcommunicatie).

Voor de massamediacampagne kon gebruik worden gemaakt van een aantal mediapartnerships en voorkeursposities in reclameblokken (op televisie en radio) en tijdschriften. Het doel van de massamediacampagne, namelijk te zorgen dat 80% van de bevolking iedere tv-reclame 2,5 maal kon zien, werd daarmee gerealiseerd. In enkele landen werd 90% van de bevolking bereikt.

De doelstellingen van de informatiecampagne werden over het algemeen ruimschoots gehaald. Een kwantitatief onderzoek dat in een aantal fasen werd verricht – de laatste in februari 2002 – toont aan dat de bekendheid met de verschijningsvormen van de eurobankbiljetten en hun beveiligingskenmerken gedurende de campagne geleidelijk toenam en tegen de tijd dat de euromunten en –bankbiljetten in omloop werden gebracht in alle landen een bevredigend niveau had bereikt.

2 De uitwisseling van informatie en denkbeelden met het Europees Parlement

2.1 Overzicht van de betrekkingen tussen de ECB en het Europees Parlement

In 2001 heeft de ECB, overeenkomstig artikel 113, lid 3, van het Verdrag, haar regelmatige dialoog met het Europees parlement voortgezet. Evenals in voorgaande jaren geschiedde dit hoofdzakelijk tijdens de driemaandelijke ontmoeting van de President met de Economische en Monetaire Commissie van het Parlement. Bij die gelegenheden heeft de President verslag uitgebracht over de door de ECB genomen besluiten ten aanzien van het monetaire beleid en andere terreinen die tot de bevoegdheden van de ECB behoren, alsmede vragen beantwoord van leden van de genoemde Commissie. De President heeft tevens het Jaarverslag 2001 van de ECB gepresenteerd tijdens de plenaire zitting van het Europees Parlement, dat daarop, na een algemeen debat, een resolutie aannam over het desbetreffende Jaarverslag.

Naast de President van de ECB voor diens driemaandelijke presentatie, ontving de Economische en Monetaire Commissie ook andere leden van de Directie om van gedachten te wisselen over een aantal aangelegenheden. Evenals in voorgaande jaren heeft de Vice-president aan genoemde commissie het

Jaarverslag 2001 van de ECB gepresenteerd. De heer Issing werd uitgenodigd om van gedachten te wisselen over de economische situatie en over de conceptversie van de globale richtsnoeren voor het economisch beleid. De heer Padoa-Schioppa heeft deelgenomen aan een hoorzitting over financieel toezicht in de Europese Unie, waarbij hij de denkbeelden van de ECB met betrekking tot structuren voor de financiële regelgeving, het bijbehorende toezicht en de financiële stabiliteit binnen de Europese Unie uiteenzette. De heer Padoa-Schioppa werd tevens door de Commissie uitgenodigd deel te nemen aan een hoorzitting over de ontwikkelingen en nieuwe denkbeelden inzake de Europese economische eenheid.

Naast deze openbare bijeenkomsten heeft een delegatie van leden van de Economische en Monetaire Commissie de ECB bezocht om met de leden van de Raad van Bestuur informele besprekingen te voeren over een verscheidenheid aan onderwerpen.

Het Europees Parlement, ten slotte, heeft besloten zijn reglement van orde uit te breiden met een interne procedure die erin voorziet dat iedere Parlementariër via de Voorzitter van de Economische en Monetaire Commissie schriftelijk vragen kan indienen bij

de ECB. Deze vragen verschijnen vervolgens, tezamen met de antwoorden daarop van de ECB, in het Publicatieblad van de Europese Gemeenschappen.¹ Ofschoon noch het Verdrag, noch de Statuten van het Europees Stelsel van Centrale Banken en van de Europese Centrale Bank bepalingen of vereisten hieromtrent bevatten, heeft de ECB heeft ermee ingestemd om, op basis van vrijwilligheid, evenals in het verleden dergelijke vragen te beantwoorden voorzover zij betrekking hebben op de uitvoering van haar mandaat. Tegelijkertijd heeft de ECB benadrukt dat de reguliere optredens van de President voor de Economische en Monetaire Commissie op geen enkele wijze hierdoor aan belang mogen inboeten en dat de belangrijkste vragen met betrekking tot de beleidsbesluiten van de ECB moeten blijven worden behandeld tijdens die bijeenkomsten. Schriftelijke antwoorden op de door de leden van het Europees Parlement tijdens de bijeenkomsten met de President gestelde vragen worden gepubliceerd op de website van de ECB.

2.2 Visie van de ECB op enkele tijdens de ontmoeting met het Europees Parlement aan de orde gestelde onderwerpen

Op de bijeenkomsten waarbij het Europees Parlement van gedachten wisselde met de ECB, passeerde een breed scala aan onderwerpen de revue. Weliswaar lag het accent daarbij op de beoordeling van de economische en monetaire ontwikkelingen en het monetaire beleid van de ECB, maar er werden van de zijde van het Europees Parlement ook vragen gesteld die betrekking hadden op de andere taken waarmee het Eurosysteem krachtens het Verdrag is belast.

Het Europees Parlement heeft enkele van deze onderwerpen behandeld in zijn resolutie over het Jaarverslag 2001 van de ECB, die tijdens de plenaire zitting op 3 juli werd aangenomen. In de volgende subparagrafen worden, naast de zienswijzen van de ECB, enkele van de belangrijkste aangelegenheden behandeld die in deze resolutie aan de orde komen.

De overgang op de chartale euro

Op 1 januari 2002 werd de gemeenschappelijke munt tastbare realiteit. Op die dag werden de euromunten en -bankbiljetten wettig betaalmiddel in het gehele eurogebied en, daarmee, een zichtbaar symbool van de Europese identiteit. De ECB heeft over de voorbereiding en tenuitvoerlegging van dit historische gebeuren uitvoerig verslag uitgebracht aan het Europees Parlement, dat op zijn beurt in zijn resolutie over het Jaarverslag 2001 van de ECB het Eurosysteem feliciteerde met de 'briljante tenuitvoerlegging van de overgang op de chartale euro'.

Het Europees Parlement benadrukte dat van de euro een positieve werking te verwachten viel op de consumptieprijzontwikkelingen, omdat de concurrentie erdoor zou worden bevorderd, maar uitte desalniettemin kritiek op de ongeoorloofd hoge afronding van tarieven en prijzen die in sommige gevallen was waargenomen (met name in de dienstensector).

De mogelijke effecten van de overgang op de chartale euro op het prijsbeloop worden sinds 2001 door de ECB en de nationale centrale banken nauwlettend gevolgd en geanalyseerd. Tijdens zijn diverse optredens voor het Europees Parlement heeft de President uitgelegd dat de gevolgen van de overgang op de chartale euro voor de inflatie, in tegenstelling tot de perceptie van de consument, in feite zeer gering waren (zie Hoofdstuk I).

Verantwoordingsplicht en doorzichtigheid van de ECB

Een andere kwestie die aan de orde kwam tijdens deze uitwisselingen van denkbeelden, betrof de verantwoordingsplicht van de ECB. In zijn resolutie over het Jaarverslag 2001 van de ECB gaf het Europees Parlement in overweging om de notulen van de vergaderingen van de Raad van Bestuur te publiceren in de vorm van een samenvatting van de besproken

¹ Het Publicatieblad van de Europese Gemeenschappen is vanaf de inwerkingtreding van het Verdrag van Nice vervangen door het Publicatieblad van de Europese Unie.

onderwerpen kort na de volgende vergadering van de Raad van Bestuur. Bovendien bevatte de bedoelde resolutie het advies dat in die beknopte notulen, met handhaving van de anonimiteit, ook het resultaat van stemmingen wordt weergegeven alsmede eventuele afwijkende meningen van leden van de Raad van Bestuur.

In zijn reactie op deze voorstellen heeft de President uitgelegd dat tijdens de uitgebreide persconferentie onmiddellijk na afloop van de eerste vergadering van de maand van de Raad van Bestuur, waarin doorgaans de monetaire beleidsbesluiten worden genomen, alsook in het Maandbericht, de ECB gedetailleerd uit de doeken doet welke redenen ten grondslag liggen aan de genomen besluiten. Hierdoor komen de beweegredenen van de Raad van Bestuur in een veel eerder stadium beschikbaar aan het publiek dan het geval zou zijn als zij waren opgenomen in formeel goedgekeurde notulen.

De President legde voorts uit, dat de ECB verder gaat dan de op zich al strenge rapportagevoorschriften zoals deze zijn vastgelegd in het Verdrag, alsook dat de ECB met het uitgebreide instrumentarium aan communicatiemiddelen (zie Paragraaf I van dit hoofdstuk) waarover zij beschikt aan zeer hoge normen voldoet ten aanzien van doorzichtigheid en verantwoording. Bovendien wordt met de keuze om de notulen niet uitvoerig te publiceren gehandeld in de geest van het Verdrag, dat stelt dat de handelingen van de vergaderingen van de Raad van Bestuur vertrouwelijk dienen te blijven en dat het aan de Raad van Bestuur is om te besluiten tot publicatie van de resultaten van zijn beraadslagingen.

Wat betreft de suggesties met betrekking tot het verschaffen van informatie over het stemgedrag en de individuele standpunten van de leden van de Raad van Bestuur dient te worden beseft dat de ECB een gemeenschappelijk monetair beleid voert voor het eurogebied als geheel. Tegen deze achtergrond zou door een procedure die voorziet in publicatie van de individuele opvattingen (zelfs als deze anoniem zouden blijven), de druk om af te wijken van

een mening die in het belang is van het eurogebied als geheel, te groot kunnen worden. De Raad van Bestuur handelt bovendien als een collegiaal lichaam en is als zodanig collectief verantwoordelijk voor zijn besluiten. Om die reden lijkt het de ECB niet zinvol om dergelijke suggesties over te nemen en houdt de ECB vast aan haar beleid om de relevante onderwerpen op een heldere, snelle, en consistente wijze te presenteren en zo het nodige inzicht te verschaffen in het monetaire beleid.

Hieraan, ten slotte, kan worden toegevoegd dat de rapportageverplichtingen zoals vastgelegd in het Verdrag globaal overeenkomen met die van andere grote centrale banken. Ook met de in de loop der jaren in het kader van de verantwoordingsplicht ingevoerde gebruiken en procedures – met name de actieve betrekkingen van de ECB met het Europees Parlement – onderscheidt de ECB zich internationaal in gunstige zin.²

Rol van de macro-economische ramingen door deskundigen werkzaam binnen het Eurosysteem en suggesties om een landsgewijze beoordeling voor het eurogebied te publiceren

In de resolutie van het Europees Parlement over het Jaarverslag 2001 van de ECB komt ook het vraagstuk van de macro-economische ramingen door deskundigen werkzaam binnen het Eurosysteem aan de orde. Het Europees Parlement voerde daarin aan dat deze ramingen nauwkeurige cijfers zouden moeten verschaffen, in plaats van alleen een bereik, en expliciet zouden moeten worden onderschreven door de Raad van Bestuur. Daarbij zouden leden van de Raad van Bestuur die een andere mening zijn toegedaan in de gelegenheid moeten worden gesteld deze anoniem kenbaar te maken. Bovendien bevatte de resolutie het voorstel dat de ECB jaarlijks een naar land uitgesplitste beoordeling van de economische tendensen in het eurogebied zou gaan publiceren.

² Voor nadere informatie over deze onderwerpen wordt verwezen naar twee artikelen in het Maandbericht van november 2002, getiteld 'De verantwoordingsplicht van de ECB' en 'Doorzichtigheid bij het monetaire beleid van de ECB'.

De President wees erop dat de macro-economische ramingen van deskundigen werkzaam binnen het Eurosysteem een belangrijke technische bijdrage leveren tot de beraadslagingen van de Raad van Bestuur, omdat mede daardoor een omvangrijke hoeveelheid informatie over het toekomstige prijsbeloop op consistente wijze kan worden samengevat en geïnterpreteerd. Bedoelde ramingen spelen evenwel geenszins een allesomvattende rol in het proces van monetaire-beleidsformulering, doch dienen slechts als een van de informatiebronnen op basis waarvan de risico's voor de prijsstabiliteit onder de tweede pijler worden beoordeeld. Zij zijn het product van aan het Eurosysteem verbonden deskundigen en dienen in het belang van de doorzichtigheid los gezien te worden van de analyse en het eindoordeel van de Raad van Bestuur inzake de risico's voor de prijsstabiliteit. De in de ramingen gebruikte bereiken geven de onzekerheden weer waarmee de ramingexercitie en, au fond, de economie zelf in al haar complexiteit is omgeven.

De suggesties ten spijt dat de ECB jaarlijks een naar land uitgesplitste beoordeling van de economische situatie zou moeten publiceren, is het uit de wijze waarop de taken binnen het Eurosysteem zijn verdeeld nog niet nodig gebleken hiertoe over te gaan. Het Eurosysteem volgt vanzelfsprekend wél de macro-economische en structurele ontwikkelingen in de individuele lidstaten, om beter inzicht te krijgen in de economische verhoudingen binnen het eurogebied. In dat kader worden deze ontwikkelingen regelmatig door de nationale centrale banken van het Eurosysteem in hun respectieve landen gemeten en geanalyseerd. Tegelijkertijd moet de ECB zich, gegeven het haar verstrekte mandaat, voor de analyse van het monetaire beleid richten op de ontwikkelingen in het eurogebied als geheel.

Begrotingsbeleid en het Stabiliteits- en Groeipact

Het begrotingsbeleid en het beloop van de begrotingsposities in de lidstaten waren

andere onderwerpen die bij herhaling aan de orde kwamen tijdens de uitwisseling van zienswijzen tussen het Europees Parlement en de ECB. In dit verband gaven de leden van de Commissie ook hun visie op het Stabiliteits- en Groeipact en op voorstellen om de bepalingen daarin te wijzigen.

De President greep zijn optredens aan om het standpunt van de Raad van Bestuur te benadrukken dat het huidige budgettaire kader, zoals vastgelegd in het Verdrag en verder uitgewerkt in het Stabiliteits- en Groeipact, het juiste evenwicht biedt tussen discipline en flexibiliteit. Door als doelstelling een begrotingspositie van nabij evenwicht of in overschot op de middellange termijn voor te schrijven, garandeert het Stabiliteits- en Groeipact een begrotingsbeleid dat voorziet in duurzame overheidsfinanciën maar daarnaast voldoende flexibiliteit biedt om de automatische begrotingsstabilisatoren hun werk te laten doen. Bovendien vormt een geloofwaardig en uitvoerbaar institutioneel kader voor de tenuitvoerlegging van het begrotingsbeleid in de landen van het eurogebied een noodzakelijke aanvulling op een monetair beleid dat gericht is op prijsstabiliteit (zie Hoofdstuk I en V).

Een gedegen begrotingsbeleid dat de macro-economische stabiliteit ten goede komt, is bevorderlijk voor de groei van de werkgelegenheid en het reële bbp. Onverminderde naleving van de bepalingen van het Verdrag en het Stabiliteits- en Groeipact is daarom in het belang van elke individuele lidstaat. Lidstaten die met budgettaire onevenwichtigheden te kampen hebben, dienen daarom vast te houden aan een ondubbelzinnige strategie van consolidatie om binnen het kortst mogelijke tijdsbestek de in het Stabiliteits- en Groeipact overeengekomen doelstellingen te behalen. In zijn resolutie over het Jaarverslag 2001 van de ECB benadrukte het Europees Parlement ook dat het Stabiliteits- en Groeipact essentieel is voor de geloofwaardigheid van het eurogebied en dat het bereiken van een evenwichtige begrotingspositie een randvoorwaarde is om de automatische stabilisatoren volledig hun werk te kunnen laten doen.



Fototentoonstelling van de ECB "The Making of the Euro" op het hoofdkantoor van de Nationale Bank van Polen in Warschau van 2 december 2002 tot 15 januari 2003



Eugenio Domingo Solans, Lid van de Directie van de ECB, en Leszek Balcerowicz, President van de Nationale Bank van Polen, openen de tentoonstelling



Hoofdstuk XIII

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

I Het Eurosysteem en het Europees Stelsel van Centrale Banken



Het Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB) bestaat uit de Europese Centrale Bank (ECB) en de nationale centrale banken van alle vijftien lidstaten van de EU en omvat dus ook de nationale centrale banken van de drie lidstaten die nog niet zijn overgegaan op de euro. Om de transparantie te vergroten en de structuur van het centrale-bankwezen in het eurogebied inzichtelijker te maken, heeft de Raad van Bestuur van de ECB besloten de naam “Eurosysteem” te hanteren voor de ECB en de nationale centrale banken van de lidstaten die wél zijn overgegaan op de euro. Zolang er EU-lidstaten zijn die nog niet op de euro zijn overgegaan, bestaat er een onderscheid tussen het Eurosysteem en het ESCB.

De ECB heeft rechtspersoonlijkheid krachtens internationaal publiekrecht. De ECB vormt de kern van het Eurosysteem en het ESCB en is verantwoordelijk voor de uitvoering van hun taken, hetzij door eigen werkzaamheden hetzij via de nationale centrale

banken. Hoewel besluiten met betrekking tot het Eurosysteem en het ESCB centraal worden genomen, huldigt de ECB bij de besluitvorming over de wijze waarop de eerdergenoemde taken worden uitgevoerd het decentralisatiebeginsel, conform de Statuten van het ESCB.

Elk van de nationale centrale banken heeft rechtspersoonlijkheid krachtens de nationale wetgeving van het land van vestiging. De nationale centrale banken van het eurogebied, die een integrerend onderdeel van het Eurosysteem uitmaken, voeren de hun door het Eurosysteem opgedragen taken uit conform de regels gesteld door de besluitvormende organen van de ECB. Onder meer door afvaardiging van vertegenwoordigers in de verschillende comités van het ESCB (zie paragraaf 5 van dit hoofdstuk) leveren de nationale centrale banken een verdere bijdrage aan de werkzaamheden van het ESCB. De nationale centrale banken mogen op eigen verant-

woordelijkheid ook taken vervullen welke geen verband houden met het Eurosysteem, tenzij de Raad van Bestuur van mening is dat

dergelijke taken de doelstellingen en taken van het Eurosysteem doorkruisen.

2 De besluitvormende organen van de ECB

Het Eurosysteem en het ESCB worden bestuurd door de besluitvormende organen van de ECB: de Raad van Bestuur en de Directie. 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 tot oprichting van de Europese Gemeenschap (hierna het Verdrag genoemd), de Statuten van het ESCB en de desbetreffende Reglementen van Orde.¹

2.1 De Raad van Bestuur

De Raad van Bestuur 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 tweemaal maandelijks in het gebouw van de ECB in Frankfurt am Main. Tijdens de eerste vergadering van elke maand worden vooral de monetaire en economische ontwikkelingen diepgaand besproken en daarmee samenhangende besluiten genomen, terwijl de tweede

vergadering gewoonlijk gewijd is aan vraagstukken die verband houden met andere taken en verantwoordelijkheden van de ECB en het Eurosysteem. In 2002 werd één vergadering in de vorm van een teleconferentie gehouden, en werden twee vergaderingen buiten Frankfurt belegd: de eerste werd door De Nederlandsche Bank in Maastricht georganiseerd en de tweede door de Banque centrale du Luxembourg in Luxemburg.

Bij het nemen van besluiten omtrent het monetaire beleid en andere taken van 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 één stem heeft.

In december 2002 heeft de Raad van Bestuur een unaniem besluit genomen ten aanzien van de inhoud van zijn voorstel voor de toekomstige aanpassing van zijn stemprocedures. Een dergelijke aanpassing zal noodzakelijk worden om de Raad van Bestuur ook na uitbreiding van het eurogebied in staat te stellen tot doelmatige en tijdige besluitvorming. Het voorstel was in overeenstemming met de in het Verdrag van Nice vervatte "machtigingsclausule" van de ECB (zie Hoofdstuk VI). Nadat het Verdrag van Nice op 1 februari 2003 in werking trad, heeft de ECB formeel een Aanbeveling goedgekeurd betreffende de

¹ Deze Reglementen van Orde zijn gepubliceerd in het Publicatieblad van de Europese Gemeenschappen. Zie de Reglementen van Orde van de Europese Centrale Bank Pb L 125, 19.5.1999, p. 34 en L 314, 8.12.1999, p. 32; het Reglement van Orde van de Algemene Raad van de ECB, Pb L 75, 20.3.1999, p. 36 en L 156, 23.6.1999, p. 52; het Besluit van de Europese Centrale Bank van 12 oktober 1999 betreffende het Reglement van Orde van de Directie van de Europese Centrale Bank (ECB/1999/7), Pb L 314, 8.12.1999, p. 34. Met uitzondering van de laatste zijn al deze regels te vinden in het "Compendium: Een verzameling rechtsinstrumenten, juni 1998 – december 2001" (maart 2002), dat ook op de website van de ECB staat.

aanpassing van de stemprocedures in de Raad van Bestuur.

Krachtens de Aanbeveling blijven alle leden van de Raad van Bestuur de vergaderingen bijwonen en aan de beraadslagingen deelnemen in een volledig onafhankelijke en persoonlijke hoedanigheid. Het aantal door de centrale-bankpresidenten uit te oefenen stemrechten mag echter 15 niet overschrijden. Deze 15 stemrechten moeten onder hen rouleren volgens vooraf afgesproken regels. De zes leden van de Directie behouden permanente stemrechten. Om te verzekeren dat de stemgerechtigde centrale-bankpresidenten uit eurolanden komen die tezamen representatief zijn voor de economie van het eurogebied als geheel, zullen zij met verschillende frequenties stemgerechtigd zijn. Deze differentiatie tussen de presidenten geldt alleen voor de vooraf bepaalde frequentie waarmee zij stemgerechtigd zijn. Alle stemgerechtigde presidenten zullen hun stem uitbrengen volgens het beginsel "één lid, één stem".

De centrale-bankpresidenten zullen worden ingedeeld in verschillende groepen naargelang de relatieve omvang van hun economie binnen het eurogebied. Het roulatiesysteem vangt aan met twee groepen zodra het aantal eurolanden 15 overstijgt. Wanneer het eurogebied 22 landen telt worden dat drie groepen. Het roulatiesysteem zal gekenmerkt worden door robuustheid en automatisme in die zin dat de grootte van de groepen en de stemfrequenties van de centrale-bankpresidenten in de loop van de tijd zullen worden aangepast in overeenstemming met de gefaseerde uitbreiding van het eurogebied tot 27 deelnemende landen, dat wil zeggen de huidige EU-lidstaten en de 12 kandidaat-lidstaten die vermeld worden in de aan het Verdrag van Nice gehechte Protocol betreffende uitbreiding van de Europese Unie. De tenuitvoerleggingsbepalingen zullen door de Raad van Bestuur worden bepaald met een twee-derde meerderheid.

De Raad van Bestuur



Achterste rij (van links naar rechts): Vitor Constâncio, Jean-Claude Trichet, Nicholas Garganas, Guy Quaden, Matti Vanhala, Klaus Liebscher, Ernst Welteke, Yves Mersch, John Hurley, Jaime Caruana, Antonio Fazio, Nout Wellink,
 Voorste rij (van links naar rechts): Tommaso Padoa-Schioppa, Otmar Issing, Lucas D. Papademos, Willem F. Duisenberg, Sirkka Hämäläinen, Eugenio Domingo Solans

Willem F. Duisenberg
 Christian Noyer (tot en met 31 mei 2002)
 Lucas D. Papademos (per 1 juni 2002)
 Jaime Caruana
 Vítor Constâncio
 Eugenio Domingo Solans
 Antonio Fazio
 Nicholas Garganas (per 1 juni 2002)
 Sirkka Hämäläinen
 John Hurley (per 11 maart 2002)
 Otmar Issing
 Klaus Liebscher

 Yves Mersch

 Maurice O'Connell (tot en met 10 maart 2002)
 Tommaso Padoa-Schioppa
 Lucas D. Papademos (tot en met 31 mei 2002)
 Guy Quaden

 Jean-Claude Trichet
 Matti Vanhala
 Nout Wellink
 Ernst Welteke

President van de ECB
 Vice-President van de ECB
 Vice-President van de ECB
 President van de Banco de España
 President van de Banco de Portugal
 Lid van de Directie van de ECB
 President van de Banca d'Italia
 President van de Bank van Griekenland
 Lid van de Directie van de ECB
 President van de Central Bank of Ireland
 Lid van de Directie van de ECB
 President van de Oesterreichische Nationalbank
 President van de Banque centrale du Luxembourg
 President van de Central Bank of Ireland
 Lid van de Directie van de ECB
 President van de Bank van Griekenland
 Gouverneur van de Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique
 President van de Banque de France
 President van Suomen Pankki – Finlands Bank
 President van De Nederlandsche Bank
 President van de Deutsche Bundesbank

2.2 De Directie

De Directie omvat de President, de Vice-President en vier leden, benoemd in onderlinge overeenstemming tussen de regeringen van de deelnemende lidstaten op het niveau van staatshoofden en regeringsleiders. De belangrijkste taken van de Directie, die gewoonlijk eens per week vergadert, zijn:

- het voorbereiden van de vergaderingen van de Raad van Bestuur;
- het uitvoeren van het monetaire beleid van het eurogebied overeenkomstig de richtsnoeren en besluiten van de Raad van Bestuur en het daartoe geven van de nodige instructies aan de nationale centrale banken van het eurogebied;
- het dragen van de verantwoordelijkheid voor de dagelijkse gang van zaken bij de ECB; en
- het op zich nemen van bepaalde, door de Raad van Bestuur aan de Directie gedelegeerde taken, met inbegrip van bepaalde regelgevende taken.



Achterste rij (van links naar rechts): Eugenio Domingo Solans, Otmnar Issing, Tommaso Padoa-Schioppa
Voorste rij (van links naar rechts): Lucas D. Papademos, Willem F. Duisenberg, Sirkka Hämmäläinen

Willem F. Duisenberg
Christian Noyer (tot en met 31 mei 2002)
Lucas D. Papademos (per 1 juni 2002)
Eugenio Domingo Solans
Sirkka Hämmäläinen
Otmnar Issing
Tommaso Padoa-Schioppa

President van de ECB
Vice-President van de ECB
Vice-President van de ECB
Lid van de Directie van de ECB
Lid van de Directie van de ECB
Lid van de Directie van de ECB
Lid van de Directie van de ECB

2.3 De Algemene Raad

De Algemene Raad bestaat uit de President en de Vice-President van de ECB en de centrale-bankpresidenten van alle vijftien EU-lidstaten. De Algemene Raad voert de van het vroegere Europees Monetair Instituut overgenomen taken uit die nog door de ECB moeten worden vervuld zolang niet alle lidstaten op de euro zijn overgegaan. De Algemene Raad

heeft in 2002 vijfmaal vergaderd. Eén van deze vergaderingen werd gehouden in de vorm van een teleconferentie. De Algemene Raad heeft besloten dat zodra het toetredingsverdrag met de desbetreffende kandidaat-lidstaten is ondertekend hun centrale-bankpresidenten uitgenodigd zullen worden de vergaderingen van de Algemene Raad in de hoedanigheid van waarnemer bij te wonen.

De Algemene Raad



Achterste rij (van links naar rechts): Nicholas Garganas, Guy Quaden, Matti Vanhala, Klaus Liebscher, Ernst Welteke, Yves Mersch, Edward A. J. George, John Hurley, Jaime Caruana, Nout Wellink, Antonio Fazio
Voorste rij (van links naar rechts): Vítor Constâncio, Jean-Claude Trichet, Lucas D. Papademos, Willem F. Duisenberg, Bodil Nyboe Andersen, Urban Bäckström

Willem F. Duisenberg
Christian Noyer (tot en met 31 mei 2002)
Lucas D. Papademos (per 1 juni 2002)
Bodil Nyboe Andersen
Urban Bäckström (tot en met 31 december 2002)
Jaime Caruana
Vítor Constâncio
Antonio Fazio
Nicholas Garganas (per 1 juni 2002)
Edward A. J. George
Lars Heikensten (per 1 januari 2003)
John Hurley (per 11 maart 2002)
Klaus Liebscher

Yves Mersch

Maurice O'Connell (tot en met 10 maart 2002)
Lucas D. Papademos (tot en met 31 mei 2002)
Guy Quaden

Jean-Claude Trichet
Matti Vanhala
Nout Wellink
Ernst Welteke

President van de ECB
Vice-President van de ECB
Vice-President van de ECB
President van Danmarks Nationalbank
President van Sveriges Riksbank
President van de Banco de España
President van de Banco de Portugal
President van de Banca d'Italia
President van de Bank van Griekenland
President van de Bank of England
President van Sveriges Riksbank
President van de Central Bank of Ireland
President van de Oesterreichische Nationalbank
President van de Banque centrale du Luxembourg
President van de Central Bank of Ireland
President van de Bank van Griekenland
Gouverneur van de Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique
President van de Banque de France
President van Suomen Pankki – Finlands Bank
President van De Nederlandsche Bank
President van de Deutsche Bundesbank

3 De organisatie van de ECB

3.1 Beheer en controle

Naast de in paragraaf 2 beschreven besluitvormende organen van de ECB, omvat de beheer- en controlestructuur van de ECB ook verscheidende externe en interne controlelagen.

De Statuten van het ESCB voorzien in twee controlelagen, te weten de externe accountant, die de jaarrekening van de ECB controleert (artikel 27.1) en de Europese Rekenkamer, die waakt over de doelmatigheid van het operationeel beheer van de ECB (artikel 27.2).

Het Directoraat Interne audit, dat rechtstreeks aan de Directie rapporteert, voert accountantscontroles uit. Het mandaat van het Directoraat Interne audit is vastgelegd in het Controlehandvest van de ECB.² Daarnaast is het Comité van Interne Accountants belast met het verrichten van accountantscontroles krachtens een mandaat van de Raad van Bestuur, teneinde de accountantscontrole te waarborgen voor gezamenlijke projecten en gezamenlijke operationele systemen op het niveau van het ESCB.

De interne-controlestructuur van de ECB is gebaseerd op een functionele benadering, waarbij elke organisatorische eenheid (Afdeling, Directoraat of Directoraat-Generaal) voor de eigen interne controle en doelmatigheid verantwoordelijk is. Om dit te waarborgen leggen de eenheden binnen hun verantwoordelijkheidsgebieden een samenstel aan operationele controleprocedures ten uitvoer. Het Directoraat-Generaal Transacties kent bijvoorbeeld een systeem van "Chinese walls". Daarnaast brengen het Directoraat Planning en Controlling en de Afdeling Risicobeheer advies uit aan de Directie, en leggen zij de Directie voorstellen voor, omtrent specifieke controle-aangelegenheden die de organisatie als geheel betreffen.

In mei 2002 zijn de leden van de Raad van Bestuur een Gedragscode overeengekomen

waaraan zij zelf moeten voldoen; hiermee geven zij invulling aan hun taak om de integriteit en de reputatie van het Eurosysteem te waarborgen en de doelmatigheid van zijn werkzaamheden te handhaven.³ De Raad van Bestuur heeft een adviseur aangesteld als raadgever inzake een aantal facetten van beroepsmatig gedrag. Deze Gedragscode vormt een aanvulling op de Gedragscode van de Europese Centrale Bank die als leidraad en toetssteen dient voor de medewerkers van de ECB en de leden van de Directie; de Gedragscode stimuleert hen hoge normen van beroepsethiek in acht te nemen in hun taakvervulling bij de ECB.⁴

De ECB kent uitvoerige regels die misbruik van gevoelige informatie over de financiële markten moeten voorkomen. De medewerkers van de ECB en de leden van de Directie wordt hierin verboden rechtstreeks of middellijk voordeel te trekken uit gevoelige informatie waarover zij kunnen beschikken, door voor eigen rekening en risico dan wel voor rekening en risico van derden financiële transacties uit te voeren.⁵ Een door de Directie aangestelde Ethisch Adviseur waarborgt een consequente lezing van deze regels.

De begrotingsbevoegdheid van de ECB berust bij de Raad van Bestuur, die op voorstel van de Directie de begroting van de ECB vaststelt. Het Begrotingscomité, dat krachtens Artikel 15 van het Reglement van Orde is opgericht, staat de Raad van Bestuur bij inzake aangelegenheden met betrekking tot de begroting van de ECB. Het comité bestaat uit vertegenwoordigers van de aan het Eurosysteem deelnemende centrale banken. Het comité wordt voorgezeten door Liam Barron.

² Zie het ECB Audit Charter op de website van de ECB.

³ Zie de Gedragscode voor de leden van de Raad van Bestuur, Pb C 123, 24.5.2002, p. 9 en de website van de ECB.

⁴ Zie de Gedragscode van de Europese Centrale bank overeenkomstig Artikel 11.3 van het Reglement van Orde van de Europese Centrale Bank, Pb C 76, 8.3.2001, p. 12 en de website van de ECB.

⁵ Zie deel 1.2 van het Personeelsreglement van de ECB met daarin de gedrags- en geheimhoudingsregels; zie Pb C 236, 22.8.2001, p. 13 en de website van de ECB.

Om een bijdrage te leveren aan de bestrijding van fraude en andere onwettige activiteiten door de instellingen van de Europese Gemeenschappen en de lidstaten, zijn de oorspronkelijke controlelagen binnen de ECB op basis van het Besluit van de ECB betreffende de preventie van fraude⁶ versterkt door de oprichting van een Comité voor Fraudebestrijding. Het Comité, dat in 2002 tweemaal bijeenkwam, wordt door het Directoraat Interne audit periodiek op de hoogte gehouden van alle aangelegenheden met betrekking tot de vervulling van zijn taken. De Raad van Bestuur heeft besloten de oorspronkelijke ambtstermijn van drie jaar van de huidige comitéleden te verlengen.

3.2 Personeelsbeheer

Personeelsbezetting

Per ultimo 2002 bedroeg het aantal medewerkers van de ECB 1.109 (1.105,5 FTE's), vergeleken met 1.043 in 2001, bij een totaal begroot aantal FTE's van 1.172,5. De personeelsbegroting van de ECB voor het jaar 2003 voorziet in een maximum aantal FTE'S van 1.263,5, een toename van 7,8% ten opzichte van 2002.

In 2002 hebben 135 studenten en academici, de meesten met een economische achtergrond, bij de ECB stage gelopen voor een gemiddelde duur van vier maanden. Ook hebben 44 medewerkers van centrale banken in de EU en de kandidaat-lidstaten enige tijd (gemiddeld ongeveer vier maanden) bij de ECB gewerkt.

Aan het Gastonderzoekersprogramma, gericht op specifieke onderzoeksprojecten van hoog niveau op het gebied van het monetaire beleid hebben in 2002 twintig onderzoekers meegedaan. Het postdoctoraal onderzoeksprogramma bestemd voor zeer talentvolle jonge onderzoekers die ver gevorderd zijn met hun promotieonderzoek, trok twaalf deelnemers voor een gemiddelde duur van drie maanden.

In januari 2003 is een extern-werkervaringsprogramma van start gegaan. In dit kader kunnen medewerkers van de ECB werkervaring opdoen bij centrale banken binnen en buiten het ESCB of bij Europese of internationale instellingen, waardoor banden worden gecreëerd tussen de ECB en haar tegenhangers.

Personeelsbeleid

De jaarlijkse aanpassing van de lonen van de medewerkers van de ECB is herzien, en op 1 juli 2002 is een nieuwe methode ingevoerd. Ook deze nieuwe methode, die voor drie jaar geldt, houdt in dat de lonen aangepast worden overeenkomstig een gewogen gemiddelde van de loonakkoorden bij een aantal vergelijkbare organisaties waaronder, naast de nationale centrale banken en de Bank voor Internationale Betalingen, een aantal in Europa gevestigde internationale en supranationale instellingen.

De ECB heeft een onafhankelijke sociale raadsman aangesteld die door medewerkers op vertrouwelijke basis kan worden geraadpleegd met betrekking tot met het werk samenhangende aangelegenheden, en die kan bemiddelen bij conflicten op de werkplek. Ook heeft de ECB een onafhankelijke raadsman aangesteld die advies geeft ten aanzien van gelijke kansen in de breedste zin, dat wil zeggen, met betrekking tot sekse, nationaliteit, leeftijd, enz.

Kinderopvang en Europese School

Het kinderdagverblijf van de ECB is uitgebreid met een tweede permanente locatie, en biedt nu plaats aan 123 kinderen tussen drie maanden en drie jaar. Gezien de voortdurende grote vraag naar plaatsen, zijn de voorbereidingen voor de uitbreiding met een derde locatie reeds gestart.

⁶ Zie het Besluit van de Europese Centrale Bank van 7 oktober 1999 betreffende de preventie van fraude (ECB/1999/5), Pb L 291, 13.11.1999, p. 36. In verband hiermee is het Reglement van Orde van de Europese Centrale Bank aangepast door toevoeging van een nieuw Artikel 9a; zie Pb L 314, 8.12.1999, p. 32.

In september 2002 is het eerste schooljaar van de Europese School van Frankfurt van start gegaan; er zijn vijf klassen voor het basis-onderwijs en twee op kleuterniveau. Na eerst in een tijdelijk onderkomen te zijn gehuisvest zijn de leerlingen begin 2003 naar een nieuw schoolgebouw verhuist. De school kent vier afdelingen met als voertalen Engels, Frans, Duits en Italiaans.

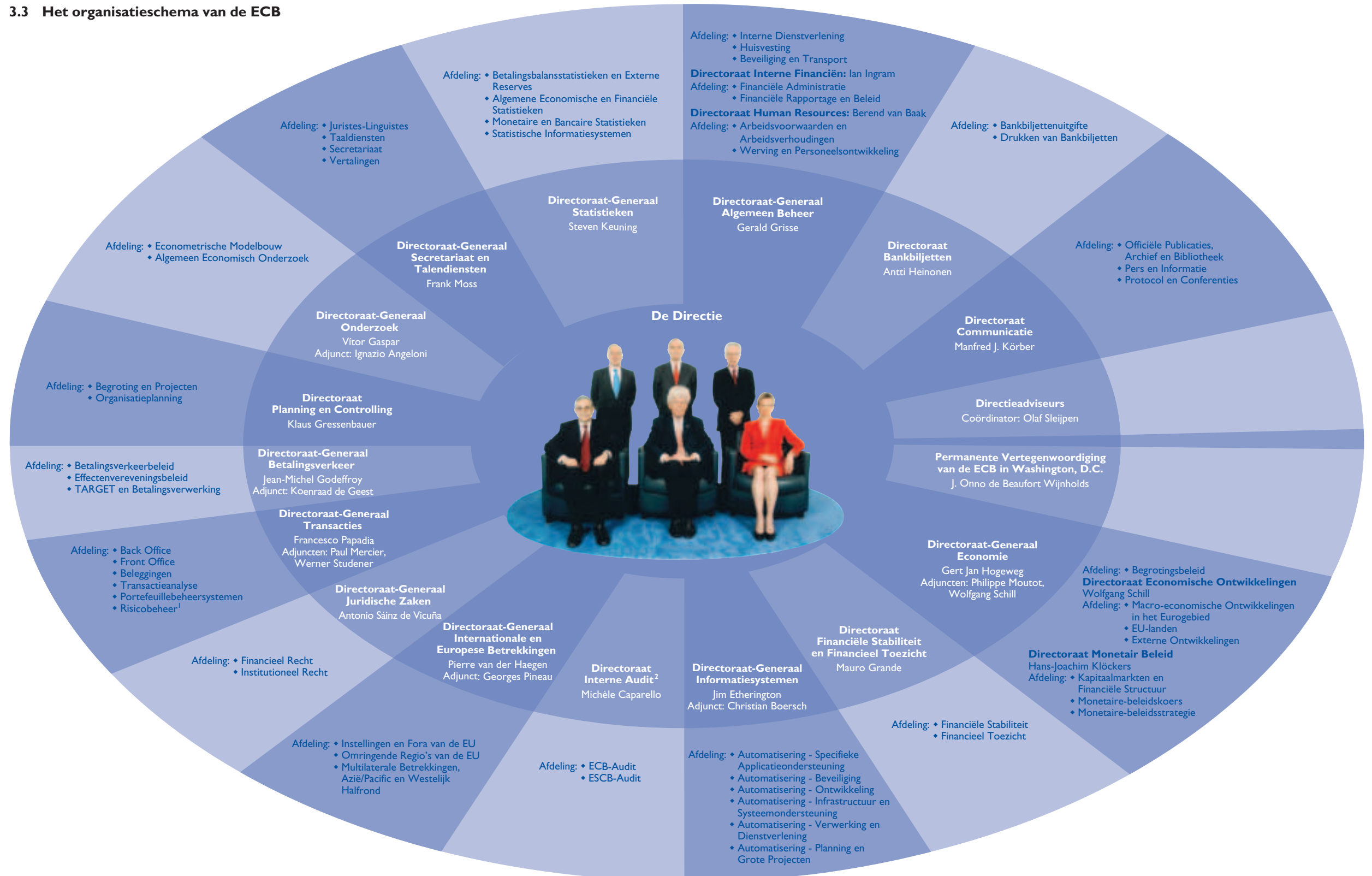
Betrekkingen met het personeel

Conform de Arbeidvoorwaarden raadpleegt de ECB het gekozen Personeelscomité ter-

zake van de ontwikkeling van het personeels-beleid. Ook wordt de Vereniging van Werkne-mers van de ECB (USE) betrokken bij het overleg over wijzigingen van de arbeidsvoor-waarden.

Het verzoek van USE en een externe vakbond (International and European Public Services Organisation, IPSO) om erkend te worden als onderhandelingspartners voor de CAO is door het Europese Hof van eerste instantie niet-ontvankelijk verklaard. Het door IPSO bij het Europese Hof van Justitie aangetekende beroep is vervolgens ingetrokken.

3.3 Het organisatieschema van de ECB



¹ Rapporteert over specifieke onderwerpen rechtstreeks aan de Directie.

² Binnen het Directoraat Interne Audit is een Eenheid voor Fraudebestrijding opgezet, die via de Directeur van Interne Audit verantwoording aflegt aan het Comité voor Fraudebestrijding, dat is opgericht krachtens het Besluit van de ECB van 7 oktober 1999 betreffende de preventie van fraude (ECB/1999/5).

De Directie

Voorste rij: **President:** Willem F. Duisenberg (midden); **Vice-President:** Lucas Papademos (links); Sirkka Härmäläinen
 Achterste rij (van links naar rechts): Eugenio Domingo Solans; Otmar Issing; Tommaso Padoa-Schioppa

3.4 De huisvesting van de ECB

De ECB, die thans huisvesting huurt, is voornemens een nieuw pand te laten bouwen. Met

dit oogmerk heeft de ECB grond gekocht van de Stad Frankfurt, en een internationale prijsvraag voor architecten uitgeschreven.

4 Sociale Dialoog binnen het ESCB

In 2002 zijn in het kader van de Sociale Dialoog binnen het ESCB twee bijeenkomsten gehouden. Evenals in eerdere jaren werden aangelegenheden die verband houden met de bankbiljetten, de betalingssystemen en het bedrijfseconomisch toezicht besproken. De visies van de Europese federaties van vakbonden en de 31 werknemersvertegenwoordigers die aan de Dialoog deelnemen zijn ken-

baar gemaakt aan de Raad van Bestuur en de Algemene Raad. Een voorstel van de drie Europese federaties van vakbonden om personeelsvertegenwoordigers van de centrale banken van de kandidaat-lidstaten als waarnemers toe te laten is aangenomen en zal van kracht worden zodra het toetredingsverdrag ondertekend is.

5 Comités van het ESCB

De comités van het ESCB hebben ook het afgelopen jaar een belangrijke bijdrage geleverd aan de vervulling van de taken van het Eurosysteem/ESCB. Op verzoek van zowel de Raad van Bestuur als de Directie hebben de comités van het ESCB kennis op hun vakgebieden aangedragen en zo het besluitvormingsproces vergemakkelijkt. Deelname aan

deze comités is gewoonlijk beperkt tot vertegenwoordigers van de centrale banken van het Eurosysteem. De nationale centrale banken van de lidstaten die nog niet op de euro zijn overgegaan nemen wél deel aan vergaderingen van een ESCB-comité waar zaken worden behandeld die onder de bevoegdheid van de Algemene Raad vallen. Zo nodig worden

Comités van het ESCB en hun voorzitters

Comité voor administratieve verslagleggingsvraagstukken en monetaire inkomsten
Ian Ingram

Comité voor internationale betrekkingen
Hervé Hannoun

Comité voor banktoezicht
Edgar Meister

Juridisch comité
Antonio Sáinz de Vicuña

Comité bankbiljetten
Antti Heinonen

Comité markttransacties
Francesco Papadia

Comité voor externe communicatie
Manfred J. Körber

Comité voor het monetaire beleid
Gert Jan Hogeweg

Automatiseringscomité
Jim Etherington

Comité voor betalings- en vereveningssystemen
Jean-Michel Godeffroy

Comité van interne accountants
Michèle Caparello

Comité statistieken
Steven Keuning

ook andere ter zake kundige lichamen uitgenodigd, zoals nationale toezichthouders in het geval van het Comité voor banktoezicht. Er

zijn thans twaalf ESCB-comités, alle opgericht krachtens artikel 9 van het Reglement van Order van de ECB.

Expositie "Hedendaagse kunst uit Portugal" bij de ECB op 4 december 2002



Vitor Constâncio, President van de Banco de Portugal, en Lucas Papademos, Vice-President van de ECB, openen de expositie

Hoofdstuk XIV

Jaarrekening van de ECB en geconsolideerde balans van het Eurosysteem 2002

Balans per 31 december 2002

Activa	Zie toelichting onder	2002 €	2001 €
Goud en goudvorderingen	1	8.058.187.254	7.766.265.040
Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta	2		
Vorderingen op het IMF		164.788.323	72.074.161
Tegoeden bij banken en beleggingen in waardepapieren, externe leningen en overige externe activa		37.151.511.287	41.162.620.238
		37.316.299.610	41.234.694.399
Vorderingen op ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta	2	3.047.976.497	3.636.568.460
Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro	3		
Tegoeden bij banken, beleggingen in waardepapieren en leningen		183.237.923	391.170.869
Vorderingen op ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro	4	0	0
Vorderingen binnen het Eurosysteem	5		
Vorderingen uit hoofde van de toedelingen van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem		28.681.074.010	0
Overige vorderingen binnen het Eurosysteem (netto)		5.468.478.796	9.697.303.920
		34.149.552.806	9.697.303.920
Overige activa	6		
Materiële en immateriële vaste activa		112.624.758	100.585.654
Overige financiële activa		5.529.030.465	4.516.504.313
Overlopende activa en vooruitbetaalde kosten		1.260.718.561	620.508.777
Diversen		609.968.394	97.569.394
		7.512.342.178	5.335.168.138
Totaal activa		90.267.596.268	68.061.170.826

Passiva	Zie toelichting onder	2002 €	2001 €
Bankbiljetten in omloop	7	28.681.074.010	0
Verplichtingen aan overige ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro	8	1.036.000.000	1.022.000.000
Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro	9	227.805.777	271.375.580
Verplichtingen aan ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta	10	0	17.192.783
Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta	10		
Deposito's, tegoeden en overige verplichtingen		5.192.380.656	5.840.349.099
Verplichtingen binnen het Eurosysteem	11		
Verplichtingen uit hoofde van de overdracht van externe reserves		40.497.150.000	40.497.150.000
Overige passiva	12		
Overlopende passiva en vooraf geïnde inkomsten		1.417.939.194	1.759.319.678
Diversen		75.191.137	94.122.190
		1.493.130.331	1.853.441.868
Voorzieningen	13	2.644.780.685	2.803.216.269
Herwaarderingsrekeningen	14	4.404.834.096	9.429.002.830
Kapitaal en reserves	15		
Kapitaal		4.097.229.250	4.097.229.250
Reserves		772.757.209	408.393.225
		4.869.986.459	4.505.622.475
Winst over het boekjaar		1.220.454.254	1.821.819.922
Totaal passiva		90.267.596.268	68.061.170.826

Winst- en verliesrekening over het jaar 2002

	Zie toelichting onder	2002 €	2001 €
Rentebaten uit externe reserves		990.618.897	1.707.431.459
Rentebaten uit de toedeling van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem		726.917.226	0
Overige rentebaten		1.965.003.344	2.271.293.068
<i>Rentebaten</i>		3.682.539.467	3.978.724.527
Remuneratie van vorderingen van nationale centrale banken in verband met overgedragen externe reserves		(1.140.963.789)	(1.509.312.118)
Overige rentelasten		(1.547.042.623)	(1.698.022.587)
<i>Rentelasten</i>		(2.688.006.412)	(3.207.334.705)
Netto rentebaten	19	994.533.055	771.389.822
Gerealiseerde winsten/verliezen uit financiële transacties	20	735.425.388	1.351.881.733
Afwaarderingen van financiële activa en posities	21	(276.955.036)	(109.023.392)
Overdracht naar/uit voorzieningen voor wisselkoersrisico's		154.000.000	109.023.392
Netto baten uit financiële transacties, afwaarderingen en voorzieningen voor risico's		612.470.352	1.351.881.733
Netto (lasten)/baten uit provisies en commissies	22	(227.158)	298.120
Overige baten	23	3.744.153	1.393.851
Totaal netto baten		1.610.520.402	2.124.963.526
Personeelskosten	24 & 25	(120.003.344)	(97.288.818)
Beheerskosten	26	(133.966.576)	(185.712.394)
Afschrijving van materiële en immateriële vaste activa		(17.738.206)	(20.142.392)
Productiekosten bankbiljetten	27	(118.358.022)	0
Winst over het boekjaar		1.220.454.254	1.821.819.922

Frankfurt am Main, 11 maart 2003

EUROPESE CENTRALE BANK

Willem F. Duisenberg
President

Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening¹

Vorm en presentatie van de jaarrekening

De jaarrekening van de Europese Centrale Bank (ECB) is zodanig opgesteld dat een getrouw beeld wordt gegeven van de grootte en samenstelling van het vermogen van de ECB en van de resultaten van haar bedrijf. De jaarrekening is opgesteld conform de onderstaand uiteengezette grondslagen voor waardering en resultaatbepaling, die door de Raad van Bestuur van de ECB passend worden geacht voor een centrale bank. Deze grondslagen volgen de bepalingen van artikel 26.4 van de Statuten van het ESCB, die geharmoniseerde regels voor de financiële administratie en verslaglegging van de werkzaamheden van het Eurosysteem vereisen.

Grondslagen voor waardering en resultaatbepaling

De toegepaste grondslagen voor waardering en resultaatbepaling zijn: de beginselen van economische realiteit en transparantie, het voorzichtigheidsbeginsel, de verwerking van gebeurtenissen na de balansdatum, het materialiteitsbeginsel, de periodotoerekeningsgrondslag, het continuïteitsbeginsel en de beginselen van consistentie en vergelijkbaarheid.

Waarderingsgrondslagen

De activa en passiva worden opgenomen tegen historische kostprijs, waarbij de waardering van verhandelbare waardepapieren, goud en alle andere in de balans opgenomen alsmede de niet in de balans opgenomen activa en passiva luidende in vreemde valuta plaatsvindt tegen marktwaarde. Transacties in financiële activa en passiva worden in de jaarrekening verantwoord op basis van het moment waarop zij worden afgewikkeld.

Goud en in vreemde valuta luidende activa en passiva

In vreemde valuta luidende activa en passiva worden in euro omgerekend tegen de op de balansdatum geldende marktcoers. Baten en lasten worden omgerekend tegen de op de datum van de transactie geldende marktcoers. De herwaardering van in vreemde valuta luidende activa en passiva, met inbegrip van zowel in de balans opgenomen als niet in de balans opgenomen instrumenten, vindt plaats per valutasoort.

Prijsherwaardering van in vreemde valuta luidende activa en passiva geschiedt onafhankelijk van de valutakoersherwaardering.

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 2002.

Waardepapieren

Alle verhandelbare waardepapieren en vergelijkbare activa worden gewaardeerd tegen de gemiddelde marktprijs per de balansdatum. Voor het jaar 2002 zijn daartoe de gemiddelde marktprijzen per 30 december 2002 gebruikt. Niet-verhandelbare waardepapieren worden gewaardeerd tegen kostprijs.

¹ De grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening van de ECB zijn vastgelegd in een Besluit van de Europese Centrale Bank van 5 december 2002 betreffende de jaarrekening van de Europese Centrale Bank (ECB/2002/11), Pb L 58, 3.3.2003, blz. 38-59. Dit Besluit werd van kracht op 1 januari 2003 maar is tevens toegepast voor het opstellen van de jaarbalans en de winst- en verliesrekening van de ECB voor het jaar 2002. De veranderingen ten opzichte van de in de voorgaande jaren gehanteerde grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening zijn niet significant.

Resultaatbepaling

Baten en lasten worden toegerekend aan de periode waarop zij betrekking hebben. Gerealiseerde winsten en verliezen worden in de winst- en verliesrekening opgenomen. Een gemiddelde-kostprijsmethode wordt op dagbasis toegepast om de aanschaffingsprijs van afzonderlijke posten te berekenen. Bij een ongerealiseerd verlies op een post per de jaarultimo wordt de gemiddelde aanschaffingsprijs van de desbetreffende post verminderd tot de valutakoers en/of de marktprijs per de jaarultimo.

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.

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

Transacties met wederinkoopverplichting krachtens een repo-overeenkomst worden in de balans geboekt als door onderpand gedekte ontvangen deposito's. De deposito's en de waarde van de als onderpand dienende waardepapieren worden in de balans opgenomen. Waardepapieren die bij dergelijke transacties worden verkocht blijven in de balans van de ECB opgenomen en worden behandeld alsof de desbetreffende activa nog steeds deel uitmaken van de portefeuille waaruit zij werden verkocht. Overeenkomsten met in vreemde valuta luidende waarde-

papieren hebben geen invloed op de gemiddelde kostprijs van de deviezenpositie.

Transacties met wederinkoopverplichting krachtens een repo-overeenkomst met wederverkoopverplichting worden op de actiefzijde van de balans geboekt als op basis van onderpand verstrekte leningen voor het bedrag van de leningen. Bij dergelijke transacties verkregen waardepapieren zijn niet onderhevig aan herwaardering.

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 door de lener liquide onderpand is verschaft. In 2002 heeft de ECB geen onderpand in de vorm van contanten over de looptijd van een dergelijke transactie ontvangen.

Niet in de balans opgenomen instrumenten

Deviezeninstrumenten, te weten deviezen-termijntransacties, termijnonderdelen van deviezenwaps 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. Rentefutures worden op de transactiedatum buiten de balans geboekt. Dagelijkse wijzigingen in de variatiemarge worden in de balans opgenomen. Ongerealiseerde verliezen die per de jaarultimo in de winst- en verliesrekening worden opgenomen, worden in de daaropvolgende jaren niet gecompenseerd met ongerealiseerde winsten, tenzij het instrument vervallen of beëindigd is.

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

Transacties binnen het ESCB zijn grensoverschrijdende transacties tussen twee centrale banken van de EU. Deze transacties worden hoofdzakelijk verwerkt via TARGET² en leiden tot bilaterale saldi op rekeningen tussen die centrale banken in de EU die zijn aangesloten op TARGET. Deze bilaterale saldi worden dagelijks door middel van schuldvernieuwing gesaldeerd met de ECB, waardoor elke nationale centrale bank één netto bilaterale positie ten opzichte van de ECB overhoudt. Deze positie in de boeken van de ECB vertegenwoordigt de netto vordering of verplichting van elke nationale centrale bank ten opzichte van de rest van het ESCB.

Saldi binnen het ESCB die door de 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 ESCB 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 dergelijke saldi aanhouden ten opzichte van de ECB, worden deze verantwoord onder “Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro”.

Materiële en immateriële vaste activa

Materiële 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;
- Gebouw en gekapitaliseerde herinrichtingskosten: 25 jaar.

In het geval van gebouw en gekapitaliseerde herinrichtingskosten met betrekking tot de bestaande panden van de ECB is de afschrijvingsperiode verkort, teneinde ervoor te zorgen dat deze activa geheel afgeschreven zijn eind 2008, op welk tijdstip de ECB naar verwachting naar haar definitieve locatie is verhuisd. Deze verandering zal voornamelijk van invloed zijn op de jaarrekeningen van 2003 en daarna.

Vaste activa met een kostprijs van minder dan €10.000 worden in het jaar van aanschaf afgeboekt.

Pensioenregeling van de ECB

De ECB kent een pensioenregeling op basis van een zogeheten beschikbaar-premiestelsel. De activa van het pensioenfonds, die uitsluitend dienen ter dekking van de

² “Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer”-systeem (zie ook Hoofdstuk VIII).

uitkeringen aan de deelnemers en hun nabestaanden, worden onder de overige activa van de ECB opgenomen en worden separaat verantwoord. Waarderingswinsten en -verliezen op de activa van het pensioenfonds worden als baten en lasten van het fonds verantwoord in het jaar waarin zij zich voordoen. Ter zake van de uitkeringen ten laste van de uitkeringsrekening, die is opgebouwd uit de door de ECB betaalde premies, bestaan minimumgaranties die een basis vormen voor de uiteindelijk beschikbare uitkeringen.

Bankbiljetten in omloop

De ECB en de twaalf nationale centrale banken van het eurogebied, die samen het Eurosysteem vormen, hebben vanaf 1 januari 2002 bankbiljetten uitgegeven.³ De totale waarde van de eurobankbiljetten in omloop wordt toegedeeld op de laatste werkdag van elke maand overeenkomstig de verdeelsleutel voor de toedeling van bankbiljetten.⁴

De ECB heeft toegedeeld gekregen een deel ter grootte van 8% van de totale waarde van de eurobankbiljetten in omloop, die 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,⁵ worden vermeld onder de sub-post "Vorderingen binnen het Eurosysteem: Vorderingen uit hoofde van de toedelingen van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem" (zie onder "Posities binnen het ESCB" in "Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening"). Rentebaten over deze vorderingen worden opgenomen onder de 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.⁶ Zij zullen in hun geheel worden verdeeld tenzij de netto winst van de ECB over het gehele jaar kleiner is dan de inkomsten uit de eurobankbiljetten in omloop, en afhankelijk van een beslissing van de Raad van Bestuur deze baten te verminderen met door de ECB gemaakte kosten in verband met de uitgifte en verwerking van eurobankbiljetten. Voor 2002 heeft een tussentijdse verdeling plaatsgevonden op de tweede werkdag van 2003. Vanaf 2003 zullen de tussentijdse verdelingen na het einde van elk kwartaal plaatsvinden.

Diversen

Gezien de rol van de ECB als centrale bank is de Directie van de ECB van oordeel dat publicatie van een staat van herkomst en besteding van middelen geen additionele relevante informatie zou verschaffen.

De Raad van de Europese Unie heeft, met inachtneming van artikel 27 van de Statuten van het ESCB en op aanbeveling van de Raad van Bestuur van de ECB, de benoeming van PricewaterhouseCoopers GmbH als externe accountants van de ECB voor het jaar 2002 goedgekeurd.

³ Besluit van de ECB van 6 december 2001 betreffende de uitgifte van eurobankbiljetten (ECB/2001/15), Pb L 337, 20.12.2001, blz. 52-54.

⁴ De term "verdeelsleutel voor de toedeling van bankbiljetten" heeft betrekking op de percentages die het gevolg zijn van het meerekenen van het deel van de ECB in de totale waarde van de uitgegeven eurobankbiljetten en het toepassen van de verdeelsleutel voor het geplaatste kapitaal op het aandeel van de nationale centrale banken in die totale waarde.

⁵ Besluit van de ECB van 6 december 2001 inzake de toedeling van monetaire inkomsten van de nationale centrale banken van de deelnemende lidstaten met ingang van het boekjaar 2002 (ECB/2001/16), Pb L 337, 20.12.2001, blz. 55-61.

⁶ Besluit van de Europese Centrale Bank van 21 november 2002 inzake de verdeling van de inkomsten van de Europese Centrale Bank uit in omloop zijnde eurobankbiljetten onder de nationale centrale banken van de deelnemende lidstaten (ECB/2002/9), Pb L 323/49, 28.11.2002, blz. 49-50.

Toelichting op de balans

1 Goud en goudvorderingen

De goudvoorraad van de ECB bedraagt 24,7 miljoen *ounces fine gold* (2001: 24,7 miljoen *ounces*). In 2002 hebben geen transacties in goud plaatsgevonden. De toename van deze post is het gevolg van het driemaandelijke herwaarderingproces (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 2002 door de ECB aangehouden Bijzondere Trekkingsrechten (Special Drawing Rights, SDR's), en is het resultaat van een door de ECB met het Internationale Monetair 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 (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 valuta

Deze vorderingen bestaan uit tegoeden bij buitenlandse banken, leningen luidende in

vreemde valuta en beleggingen in waardepapieren, luidende in Amerikaanse dollar en Japanse yen.

3 Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro

Per 31 december 2002 bestond deze post uit bancaire deposito's bij niet-ingezetenen van het eurogebied.

4 Waardepapieren uitgegeven door ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro

Alle door de ECB aangehouden waardepapieren uitgegeven door ingezetenen van het eurogebied luidende in euro, vormen een directe tegenpost van kapitaal en reserves van de ECB. De ECB heeft besloten deze aanhoudingen in een eigen portefeuille onder te brengen, die nu wordt opgenomen onder de post “Overige financiële activa”. De vergelijkbare balans per 31 december 2001 is dienovereenkomstig aangepast.

5 Vorderingen binnen het Eurosysteem

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 omvat de tussentijdse verdelingen van de inkomsten van de ECB uit bankbiljetten (zie onder “Posities binnen het ESCB” en “Bankbiljetten in omloop” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”).

	2002 €	2001 €
Te vorderen van nationale centrale banken van het eurogebied ter zake van TARGET	56.546.091.330	66.908.187.928
Verschuldigd aan nationale centrale banken van het eurogebied ter zake van TARGET	(50.471.612.534)	(57.210.884.008)
Verschuldigd aan nationale centrale banken van het eurogebied ter zake van de tussentijdse verdeling van de door de ECB uit bankbiljetten ontvangen inkomsten	(606.000.000)	0
Per saldo	5.468.478.796	9.697.303.920

6 Overige activa

Materiële en immateriële vaste activa

De materiële vaste activa omvatten per 31 December 2002 de volgende posten:

	Netto boekwaarde per 31 december 2002 €	Netto boekwaarde per 31 december 2001 €
Grond en gebouwen	51.496.140	39.288.068
Computers	33.522.388	28.703.744
Inventaris, meubilair, installaties en motorvoertuigen	2.575.083	4.492.005
Activa in aanbouw	9.092.185	8.077.125
Overige vaste activa	15.938.962	20.024.712
Totaal	112.624.758	100.585.654

De grootste toename, onder het hoofdje “Grond en gebouwen”, betrof de geactiveerde inrichtingskosten van de beide gebouwen van de ECB, de Eurotower en het Eurotheum.

Overige financiële activa

Deze post bestaat voornamelijk uit:

- Waardepapieren uitgegeven door ingezetenen van het eurogebied luidende in euro, gewaardeerd op €5,4 miljard (2001: €4,4 miljard – zie onder 4).
- De beleggingen van het pensioenfonds van de ECB, die zijn gewaardeerd op €61,9 miljoen (2002: €53,9 miljoen). De aangehouden activa betreffen de beleggingen van de gecumuleerde pensioenpremies van de ECB en van het personeel van de ECB per 31 december 2002; deze beleggingen worden beheerd door een externe vermogensbeheerder. De reguliere premies van de ECB en de deelnemers zijn op maandbasis belegd. De activa van het fonds zijn niet uitwisselbaar met andere financiële activa van de ECB en de uit deze activa voortvloeiende netto baten vormen geen baten van de ECB, maar worden herbelegd in de desbetreffende fondsen ter dekking van de toekomstige pensioenuitkeringen. De waarde van de aangehouden activa is gebaseerd op de door de externe vermogensbeheerder toegepaste waardering op basis van beurskoersen per de jaarultimo.
- De ECB is houdster van 3.000 aandelen Bank voor Internationale Betalingen, die zijn opgenomen tegen de aanschaffingsprijs van €38,5 miljoen.

Overlopende activa en vooruitbetaalde kosten

Deze post bestaat hoofdzakelijk uit nog te ontvangen rente ter waarde van €727 miljoen op de vorderingen van de ECB uit hoofde van de toedelingen van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem (zie onder “Bankbiljetten in omloop” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”). De rest van deze balanspost bestaat voornamelijk uit nog te ontvangen rente op waardepapieren en andere financiële activa.

Diversen

De toename van deze post in 2002 is hoofdzakelijk het gevolg van de lopende tussentijdse verdeling van de inkomsten van de ECB uit bankbiljetten (zie onder "Bankbiljetten in omloop" in "Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening", en onder 5 hierboven).

7 Bankbiljetten in omloop

Deze post bestaat uit het ECB-deel van de totale waarde van de eurobankbiljetten in omloop (zie onder "Bankbiljetten in omloop" in "Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening").

8 Verplichtingen aan overige ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro

Deze post omvat deposito's van leden van de Euro Banking Association (EBA), die voor de ECB als onderpand dienen met betrekking tot betalingen van de EBA die via het TARGET-systeem worden verevend.

9 Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro

Deze verplichtingen bestaan hoofdzakelijk uit bij de ECB aangehouden saldi van de nationale centrale banken die niet deel uitmaken van het eurogebied, voortvloeiend uit via het TARGET-systeem geleide transacties (zie onder "Posities binnen het ESCB" in "Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening").

10 Verplichtingen aan ingezetenen en niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta

Dit zijn verplichtingen uit hoofde van repo-overeenkomsten afgesloten met ingezetenen en niet-ingezetenen van het eurogebied in

verband met het beheer van de deviezen-reserves van de ECB.

11 Verplichtingen binnen het Eurosysteem

Deze post omvat de verplichtingen aan de nationale centrale banken van het eurogebied voortvloeiend uit de overdracht van externe reserves aan de ECB. De oorspronkelijke verplichtingen luiden in euro en zijn berekend op vaste basis al naar gelang de waarde van de activa op het moment van overdracht, waarbij rente wordt vergoed ter hoogte van de meest recent beschikbare marginale rentevoet voor de basisherfinancieringstransacties van het Eurosysteem, met een correctie vanwege een rendement van nul op de goudcomponent (zie "Toelichting op de winst- en verliesrekening", onder 19).

	Kapitaalsleutel	
	%	€
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,8658	1.432.900.000
Deutsche Bundesbank	24,4935	12.246.750.000
Bank of Greece	2,0564	1.028.200.000
Banco de España	8,8935	4.446.750.000
Banque de France	16,8337	8.416.850.000
Central Bank of Ireland	0,8496	424.800.000
Banca d'Italia	14,8950	7.447.500.000
Banque centrale du Luxembourg	0,1492	74.600.000
De Nederlandsche Bank	4,2780	2.139.000.000
Oesterreichische Nationalbank	2,3594	1.179.700.000
Banco de Portugal	1,9232	961.600.000
Suomen Pankki - Finlands Bank	1,3970	698.500.000
Totaal	80,9943	40.497.150.000

12 Overige passiva

Deze post bestaat hoofdzakelijk uit aan de nationale centrale banken verschuldigde rente ter zake van hun vorderingen uit hoofde van

de overgedragen externe activa (zie onder 11). Tevens worden hier de verplichtingen van de ECB ten opzichte van het pensioenfonds van €61,9 miljoen (2001: €53,9 miljoen) en overige overlopende posten verantwoord.

13 Voorzieningen

Gezien het grote wisselkoers- en renterisico dat de ECB loopt en gezien de huidige omvang van de herwaarderingsreserves, is een algemene voorziening voor deze risico's getroffen. Jaarlijks zal worden bezien, op grond van een beoordeling door de ECB van haar toekomstige wisselkoers- en renterisico's, hoe groot deze voorziening moet zijn, en of deze moet worden voortgezet.

Deze post omvat tevens de administratieve voorzieningen met betrekking tot 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. De afname van deze saldi is hoofdzakelijk het gevolg van de depreciatie van de Amerikaanse dollar ten opzichte van de euro (zie onder "Goud en in vreemde valuta luidende activa en passiva" in "Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening").

	2002 €	2001 €
Goud	1.983.835.491	1.691.913.278
Deviezen	1.682.723.875	7.428.130.700
Waardepapieren	738.274.730	308.958.852
Totaal	4.404.834.096	9.429.002.830

15 Kapitaal en reserves

Kapitaal

De geplaatste bijdragen van de nationale centrale banken van het eurogebied aan het kapitaal van de ECB van €5 miljard bedragen in totaal €4.049.715.000 en zijn als volgt verdeeld:

	Kapitaalsleutel %	€
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,8658	143.290.000
Deutsche Bundesbank	24,4935	1.224.675.000
Bank of Greece	2,0564	102.820.000
Banco de España	8,8935	444.675.000
Banque de France	16,8337	841.685.000
Central Bank of Ireland	0,8496	42.480.000
Banca d'Italia	14,8950	744.750.000
Banque centrale du Luxembourg	0,1492	7.460.000
De Nederlandsche Bank	4,2780	213.900.000
Oesterreichische Nationalbank	2,3594	117.970.000
Banco de Portugal	1,9232	96.160.000
Suomen Pankki - Finlands Bank	1,3970	69.850.000
Totaal	80,9943	4.049.715.000

De bijdragen van de nationale centrale banken die niet deel uitmaken van het eurogebied, gelijk aan 5% van de bijdragen die zij verschuldigd zouden zijn bij deelname aan de Monetaire Unie, bedragen in totaal €47.514.250 en zijn als volgt verdeeld:

	Kapitaalsleutel %	€
Danmarks Nationalbank	1,6709	4.177.250
Sveriges Riksbank	2,6537	6.634.250
Bank of England	14,6811	36.702.750
Totaal	19,0057	47.514.250

Deze bedragen vormen bijdragen ten behoeve van de dekking van door de ECB te maken operationele kosten uit hoofde van taken voor de nationale centrale banken die

niet deel uitmaken van het eurogebied. De nationale centrale banken die niet deel uitmaken van het eurogebied hoeven tot het tijdstip van toetreding tot het Eurosysteem geen kapitaalbijdragen te storten boven de reeds vastgestelde bedragen. Zij hebben geen recht op een aandeel in de te verdelen winst van de ECB (met inbegrip van inkomsten uit de toedelingen van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem); evenmin hoeven zij eventuele verliezen van de ECB te financieren.

Reserves

Overeenkomstig artikel 33 van de Statuten van het ESCB en het Besluit van de Raad van Bestuur van 21 maart 2002, is een bedrag van €364 miljoen van de nettowinst over het jaar 2001 overgemaakt naar het algemeen reservefonds.

16 Geautomatiseerd programma voor effectenleningtransacties

Ten behoeve van het beheer van haar eigen vermogen is de ECB partij in een geautomatiseerd programma voor effectenleningtransacties, waarbij een daarvoor aangestelde persoon of instelling namens de ECB effectenleningstransacties verricht met een aantal door de ECB daartoe aangewezen tegenpartijen. Per 31 december

2002 stonden onder deze regeling transacties met wederinkoopverplichting krachtens een repo-overeenkomst of krachtens een repo-overeenkomst met wederverkoopverplichting uit, elk met een waarde van €1,4 miljard (2001: €1,6 miljard) (zie "Transacties met wederinkoopverplichting" in "Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening").

17 Rentefutures

In 2002 zijn deviezenrentefutures gebruikt in het kader van het beheer van de deviezenreserves van de ECB. Per 31 december 2002 liepen de volgende transacties (vermeld tegen nominale waarde):

Deviezenrentefutures	Contractwaarde €
Aankopen	1.130.775.475
Verkopen	682.464.004

18 Kapitaalverplichtingen

Op 5 maart 2002 hebben de ECB en de Stad Frankfurt am Main een aankoopovereenkomst getekend voor de locatie van het definitieve gebouw van de ECB. Op grond van een voorschreven gebied voor bouwruimte, is de minimale aankoopprijs vastgesteld op €61,4 miljoen, te betalen in termijnen tot uiterlijk 31 december 2004, vanaf welke datum de ECB het wettelijk eigendomsrecht op deze locatie zal verkrijgen.

Toelichting op de winst- en verliesrekening

19 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:

	2002 €	2001 €
Bruto rentebaten uit externe reserves	1.060.990.318	1.851.694.324
Rentelasten op externe-reserveverplichtingen	(70.371.421)	(144.262.865)
Netto rentebaten uit externe reserves	990.618.897	1.707.431.459

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 (zie onder “Bankbiljetten in omloop” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”). 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.

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 de 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.

Met uitzondering van “Rentebaten uit de toedeling van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem”, is het rentesaldo in vergelijking met 2001 gedaald, voornamelijk ten gevolge van de daling van de Amerikaanse dollar en de eurorente gedurende dit jaar.

20 Gerealiseerde winsten/verliezen uit financiële transacties

De netto gerealiseerde winst is ontstaan door de verkoop van effecten in het kader van het normale portefeuillebeheer. In 2002 hebben geen belangrijke uitstromen van deviezen plaatsgevonden.

21 Afwaarderingen van financiële activa en posities

Deze last is bijna geheel het gevolg van de afwaardering van de aanschaffingskosten van de door de ECB aangehouden Japanse yen en SDR's tot de eindejaarsmarktwaarde per 31 december 2002, na de depreciatie van deze valuta's ten opzichte van de euro gedurende het jaar (zie “Resultaatbepaling” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”).

22 Netto (lasten)/baten uit provisies en commissies

Deze post bestaat uit de volgende baten en lasten. De baten bestaan uit aan kredietinstellingen opgelegde boetes ter zake van niet-nakoming van de reserveverplichtingen.

	2001 €	2000 €
Baten uit provisies en commissies	634.241	931.206
Lasten met betrekking tot provisies en commissies	(861.399)	(633.086)
Netto (lasten)/baten uit provisies en commissies	(227.158)	298.120

23 Overige baten

De overige baten gedurende het boekjaar waren hoofdzakelijk het gevolg van de overdracht van ongebruikte administratieve voorzieningen naar de winst- en verliesrekening.

24 Personeelskosten

Deze post heeft betrekking op salarissen en toelagen ten bedrage van €92,6 miljoen (2001: €82,4 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 miljoen (2001: €1,9 miljoen). Gedurende 2002 zijn geen pensioenen betaald aan voormalige leden van de Directie of aan hun nabestaanden. De salarissen en toelagen van het personeel, met inbegrip van de toelagen van hoge bestuursfunctionarissen, zijn in grote lijnen gebaseerd op en vergelijkbaar met de beloningsverhoudingen binnen de Europese Gemeenschappen.

Eind 2002 bedroeg het aantal personeelsleden van de ECB 1.105, waaronder 79 in bestuursfuncties. Gedurende 2002 bedroeg het gemiddelde aantal personeelsleden van de ECB 1.080, tegen 997 in 2001. Gedurende 2002 zijn 113 personeelsleden aangetrokken en hebben 51 personeelsleden de ECB verlaten.

25 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 actuariële waardering is per 31 december 2001, met gebruikmaking van de zogeheten Projected Unit Credit-methode, waarbij wordt uitgegaan van een minimaal bedrag aan verplichtingen gelijk aan de verschuldigde eenmalige contante uitkeringen aan deelnemers bij beëindiging van het dienstverband.

De premielasten van de regeling worden geraamd op basis van het advies van een bevoegd actuaaris. De totale door de ECB betaalde pensioenpremies, met inbegrip van een voorziening voor arbeidsongeschiktheid en pensioenuitkeringen, bedroegen €27,4 miljoen (2001: €14,9 miljoen). Hierin is een voorziening begrepen voor pensioenen voor leden van de Directie ad €2,1 miljoen (2001: €0,7 miljoen) en supplementaire bijdragen. Op grond van de bevindingen van de actuaaris deed de ECB in 2002 een supplementaire bijdrage van €10,5 miljoen. De in de toekomst door de ECB te betalen pensioenpremie bedraagt 16,5% van de pensioengrondslag van alle personeelsleden.

26 Beheerskosten

Deze kosten omvatten alle overige lopende kosten, te weten huur, onderhoud van de kantoorruimten, niet-investeringsgoederen en -inventaris, honoraria van adviseurs, en overige diensten en kantooormiddelen, evenals de kosten van werving, verhuizing, installatie, opleiding en herhuisvesting van personeel.

De netto daling van de beheerskosten in vergelijking met 2001 is hoofdzakelijk het gevolg van het feit dat in dat jaar additionele honoraria aan adviseurs moesten worden betaald in verband met de Euro 2002 Informatiecampagne.

27 Productiekosten bankbiljetten

In 2001 werden de kosten uit hoofde van de productie van een noodvoorraad eurobankbiljetten voor het Eurosysteem in verband

met de overgang op de chartale euro geactualiseerd, afhankelijk van de toedeling van die voorraden aan de nationale centrale banken, zoals vereist tegen kostprijs. Op grond van een na de overgang op de chartale euro genomen besluit van de Raad van Bestuur van de ECB dat de resterende voorraad bankbiljetten de kern zou vormen van een strategische voorraad voor het Eurosysteem, zijn deze kosten, samen met soortgelijke in 2002 gemaakte kosten, als last

geboekt. De resterende kosten van het aanleggen van de strategische voorraad voor het Eurosysteem werden direct door de nationale centrale banken gedragen.

De Raad van Bestuur heeft besloten dat deze kosten in mindering dienen te worden gebracht op de tussentijdse verdeling van inkomsten uit de toedeling van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem.

President en Raad van Bestuur
van de Europese Centrale Bank

Frankfurt am Main

Wij hebben bijgaande jaarrekening van de Europese Centrale Bank per 31 december 2002 gecontroleerd. De Directie van de Europese Centrale Bank is verantwoordelijk voor deze jaarrekening. Het is onze verantwoordelijkheid op grond van ons onderzoek een oordeel te geven over deze jaarrekening.

Wij hebben ons onderzoek verricht in overeenstemming met internationale controlestandaarden. Deze standaarden vereisen dat wij de controle zo opzetten en uitvoeren dat wij er redelijk zeker van kunnen zijn dat de jaarrekening geen materiële verkeerde opgave bevat. Een 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 deze jaarrekening, die is opgesteld volgens de in het eerste deel van de toelichting bij de jaarrekening van de Europese Centrale Bank uiteengezette grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening, een getrouw beeld van de grootte en de samenstelling van het vermogen van de Europese Centrale Bank per 31 december 2002 en van het resultaat voor het jaar 2002.

Frankfurt am Main, 12 maart 2003

Pricewaterhouse Coopers

GmbH
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

(Wagener)
Controlerend accountant

(Roennberg)
Controlerend accountant

Toelichting op de winstverdeling

Deze toelichting maakt geen deel uit van de jaarrekening van de ECB over 2002 en wordt slechts ter informatie in dit Jaarverslag gepubliceerd.

Winstverdeling

Inkomsten uit de door de ECB uitgegeven bankbiljetten

Krachtens een besluit van de Raad van Bestuur van 19 december 2002 is op 3 januari 2003 een bedrag van €606 miljoen, d.w.z. een deel van de inkomsten uit het deel van de ECB van de totale waarde van de eurobankbiljetten in omloop, verdeeld onder de nationale centrale banken naar rato van hun respectieve aandelen in het kapitaal van de ECB.

Overdracht naar het algemeen reservefonds

Krachtens artikel 33 van de Statuten van het ESCB wordt de nettowinst van de ECB in de volgende volgorde verdeeld:

- Een door de Raad van Bestuur vast te stellen bedrag dat niet meer dan 20% van de nettowinst mag bedragen, wordt naar het algemeen reservefonds overgedragen tot een maximum van 100% van het kapitaal van de ECB.
- De resterende nettowinst wordt onder de aandeelhouders van de ECB verdeeld naar rato van hun gestorte aandelen in het kapitaal van de ECB.

In overeenstemming hiermee heeft de Raad van Bestuur op 20 maart 2003 besloten geen overdracht te doen plaatsvinden naar het algemeen reservefonds en het restant van €614 miljoen te verdelen onder de nationale centrale banken van het eurogebied naar rato van hun gestorte aandelen in het kapitaal van de ECB.

Nationale centrale banken die niet deel uitmaken van het eurogebied hebben geen recht op een aandeel in de winst van de ECB.

	2002 €	2001 €
Winst over het boekjaar	1.220.454.254	1.821.819.922
Onder de nationale centrale banken verdeelde inkomsten uit de door de ECB uitgegeven bankbiljetten	(606.000.000)	0
Winst over het boekjaar na verdeling van de inkomsten uit de door de ECB uitgegeven bankbiljetten	614.454.254	1.821.819.922
Toewijzingen aan algemeen reservefonds	0	(364.363.984)
Te verdelen winst	614.454.254	1.457.455.938
Winstverdeling onder nationale centrale banken	(614.454.254)	(1.457.455.938)
Totaal	0	0

Geconsolideerde balans van het Eurosysteem per 31 december 2002

(EUR miljoen)

Activa	31 december 2002	31 december 2001
1 Goud en goudvorderingen	130.739	126.801
2 Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta	234.486	264.986
2.1 Vorderingen op het IMF	31.305	32.008
2.2 Tegoeden bij banken en beleggingen in waardepapieren, externe leningen en overige externe activa	203.181	232.978
3 Vorderingen op ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta	19.823	24.804
4 Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro	4.190	5.707
4.1 Tegoeden bij banken, beleggingen in waardepapieren en leningen	4.190	5.707
4.2 Vorderingen uit hoofde van de kredietfaciliteit ingevolge het ERM-II	0	0
5 Kredietverlening aan kredietinstellingen in het eurogebied uit hoofde van monetaire-beleidstransacties, luidende in euro	227.654	203.597
5.1 Basis-herfinancieringstransacties	180.000	142.000
5.2 Langerlopende herfinancieringstransacties	45.000	60.000
5.3 "Fine-tuning"-transacties met wederinkoop	0	0
5.4 Structurele transacties met wederinkoop	0	0
5.5 Marginale beleningsfaciliteit	2.621	1.573
5.6 Kredieten uit hoofde van margestortingen	33	24
6 Overige vorderingen op kredietinstellingen in het eurogebied, luidende in euro	147	488
7 Waardepapieren uitgegeven door ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro*	27.828	24.417
8 Overheidsschuld, luidende in euro	44.486	67.722
9 Overige activa	105.808	95.567
Totaal activa	795.161	814.089

Als gevolg van afronding kloppen de tellingen niet in alle gevallen.

* De mutatie in deze post is deels het gevolg van een wijziging in de grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening van de ECB (zie voor een gedetailleerde uiteenzetting hierover de toelichting op de jaarrekening van de ECB onder nr. 4).

Passiva	31 december 2002	31 december 2001
1 Bankbiljetten in omloop	371.866	269.558
2 Verplichtingen aan kredietinstellingen in het eurogebied uit hoofde van monetaire-beleidstransacties, luidende in euro	133.565	148.072
2.1 Rekeningen-courant (met inbegrip van reserveverplichtingen)	133.495	147.580
2.2 Depositofaciliteit	70	488
2.3 Termijndeposito's	0	0
2.4 "Fine-tuning"-transacties met wederinkoop	0	0
2.5 Deposito's uit hoofde van margestortingen	0	4
3 Overige verplichtingen aan kredietinstellingen in het eurogebied, luidende in euro	15	37.159
4 Uitgegeven schuldbewijzen	2.029	2.939
5 Verplichtingen aan overige ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro	46.197	51.277
5.1 Overheid	41.123	44.970
5.2 Overige verplichtingen	5.074	6.307
6 Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro	8.813	9.446
7 Verplichtingen aan ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta	1.125	2.524
8 Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta	18.588	20.227
8.1 Deposito's, tegoeden en overige verplichtingen	18.588	20.227
8.2 Verplichtingen uit hoofde van de kredietfaciliteit ingevolge het ERM-II	0	0
9 Tegenwaarde toegewezen bijzondere trekkingsrechten in het IMF	6.340	6.967
10 Overige passiva	59.702	77.181
11 Herwaarderingsrekeningen	82.615	125.397
12 Kapitaal en reserves	64.306	63.342
Totaal passiva	795.161	814.089

Door de Europese Centrale Bank in 2002 vastgestelde rechtsinstrumenten

Onderstaand bevindt zich een opsomming van de rechtsinstrumenten met een bindend karakter die in 2002 door de ECB zijn vastgesteld en in het Publicatieblad van de Europese Gemeenschappen zijn opgenomen.¹ Deze en overige door de ECB vastgestelde en in het Publicatieblad opgenomen rechtsinstrumenten kunnen door belangstellenden worden opgevraagd bij het Bureau voor Officiële Publicaties der Europese Gemeenschappen.

Voor een opsomming van de rechtsinstrumenten die de ECB sedert haar oprichting heeft vastgesteld wordt verwezen naar de website van de ECB (www.ecb.int).

¹ Overeenkomstig lid 38 van artikel 2 van het Verdrag van Nice, houdende wijziging van artikel 254 van het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap, is het Publicatieblad van de Europese Gemeenschappen vanaf de inwerkingtreding van het Verdrag van Nice vervangen door het Publicatieblad van de Europese Unie.

Nummer	Titel	Publicatie
ECB/2002/1	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 27 februari 2002 tot wijziging van Richtsnoer ECB/2001/3 betreffende een geautomatiseerd trans-Europees "real-time" bruto-vereveningssysteem (Target)	Pb nr. L 067 van 09/03/2002, blz. 0074 – 0076
ECB/2002/2	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 7 maart 2002 tot wijziging van Richtsnoer ECB/2000/7 betreffende monetaire beleidsinstrumenten en -procedures van het Eurosysteem	Pb nr. L 185 van 15/07/2002, blz. 0001 – 0078
ECB/2002/3	Verordening van de Europese Centrale Bank van 18 april 2002 tot wijziging van Verordening ECB/1998/15 inzake de toepassing van reserveverplichtingen	Pb nr. L 106 van 23/04/2002, blz. 0009 – 0010
ECB/2002/4	Verordening van de Europese Centrale Bank van 6 juni 2002 houdende rectificatie van Verordening ECB/2001/13 met betrekking tot de geconsolideerde balans van de sector monetaire financiële instellingen	Pb nr. L 151 van 11/06/2002, blz. 0011 – 0011
ECB/2002/5	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 30 juli 2002 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 nr. L 220 van 15/08/2002, blz. 0067 – 0071
ECB/2002/6	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 26 september 2002 betreffende door de Europese Centrale Bank en nationale centrale banken in acht te nemen minimumnormen bij het verrichten van monetaire beleidstransacties en valutamarktoperaties met de externe reserves van de Europese Centrale Bank en bij het beheren van de externe reserves van de Europese Centrale Bank	Pb nr. L 270 van 08/10/2002, blz. 0014 – 0016
ECB/2002/7	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 21 november 2002 betreffende de statistische rapportagevereisten van de Europese Centrale Bank met betrekking tot financiële kwartaalrekeningen	Pb nr. L 334 van 11/12/2002, blz. 0024 – 0044
ECB/2002/8	Verordening van de Europese Centrale Bank van 21 november 2002 houdende wijziging van Verordening ECB/2001/13 met betrekking tot de geconsolideerde balans van de sector monetaire financiële instellingen	Pb nr. L 330 van 06/12/2002, blz. 0029 – 0032

Nummer	Titel	Publicatie
ECB/2002/9	Besluit van de Europese Centrale Bank van 21 november 2002 inzake de verdeling van de inkomsten van de Europese Centrale Bank uit in omloop zijnde eurobankbiljetten onder de nationale centrale banken van de deelnemende lidstaten	Pb nr. L 323 van 28/11/2002, blz. 0049 – 0050
ECB/2002/10	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 5 december 2002 betreffende het juridische kader voor de financiële administratie en verslaglegging in het Europees Stelsel van Centrale Banken	Pb nr. L 58 van 03/03/2003, blz. 0001 – 0037
ECB/2002/11	Besluit van de Europese Centrale Bank van 5 december 2002 betreffende de jaarrekeningen van de Europese Centrale Bank	Pb nr. L 58 van 03/03/2003, blz. 0038 – 0059
ECB/2002/12	Beschikking van de Europese Centrale Bank van 19 december 2002 inzake de goedkeuring met betrekking tot de omvang van de muntenuitgifte in 2003	Pb nr. L 358 van 31/12/2002, blz. 0144 – 0145
ECB/2002/13	Aanbeveling van de Europese Centrale Bank van 19 december 2002 aan de Raad van de Europese Unie met betrekking tot de externe accountants van de Europese Centrale Bank en van Suomen Pankki	Pb nr. C 331 van 31/12/2002, blz. 0056 – 0056

Publicaties van de Europese Centrale Bank

De volgende documenten zijn door de Europese Centrale Bank gepubliceerd. De publicaties zijn gratis verkrijgbaar bij de Afdeling Pers en Informatie. Lezers wordt verzocht schriftelijke verzoeken daartoe te richten aan het postadres op de achterzijde van het titelblad.

Een volledige lijst publicaties van het Europees Monetair Instituut is te vinden op de Website van de ECB (www.ecb.int).

Jaarverslag

"Jaarverslag 1998", april 1999.

"Jaarverslag 1999", april 2000.

"Jaarverslag 2000", mei 2001.

"Jaarverslag 2001", april 2002.

Convergentieverslag

"Convergentieverslag 2000", mei 2000.

"Convergentieverslag 2002", mei 2002.

Maandbericht

Vanaf januari 1999 verschenen artikelen:

"Het eurogebied bij de aanvang van de derde fase", januari 1999.

"De op stabiliteit gerichte monetaire-beleidsstrategie van het Eurosysteem", januari 1999.

"Monetaire aggregaten voor het eurogebied en hun rol in de monetaire-beleidsstrategie van het Eurosysteem", februari 1999.

"De rol van economische korte-termijnindicatoren bij de analyse van de prijsontwikkelingen in het eurogebied", april 1999.

"Het bankwezen in het eurogebied: structurele kenmerken en tendensen", april 1999.

"Het operationele kader van het Eurosysteem: beschrijving en eerste beoordeling", mei 1999.

"De implementatie van het stabiliteits- en groeipact", mei 1999.

"Ontwikkelingen op de langere termijn van en conjunctuurgebonden wijzigingen in de economische sleutelindicatoren van de eurolanden", juli 1999.

"Het institutioneel kader van het Europees Stelsel van Centrale Banken", juli 1999.

"De internationale rol van de euro", augustus 1999.

"De balansen van de Monetaire Financiële Instellingen in het eurogebied (begin 1999)", augustus 1999.

"Inflatieverschillen in een monetaire unie", oktober 1999.

"ESCB-voorbereidingen op het jaar 2000", oktober 1999.

"Een op stabiliteit gericht beleid en de ontwikkeling van de lange reële rente in de jaren negentig", november 1999.

"TARGET en betalingen in euro", november 1999.

"Rechtsinstrumenten van de Europese Centrale Bank", november 1999.

"Het eurogebied één jaar na de invoering van de euro: basiskenmerken en wijzigingen in de financiële structuur", januari 2000.

"Deviezenreserves en -transacties van het Eurosysteem", januari 2000.

"Het Eurosysteem en de uitbreiding van de EU", februari 2000.

"Consolidatie in de effectenvereveningssector", februari 2000.

"De nominaal-effectieve en de reëel-effectieve wisselkoersen van de euro", april 2000.

"De EMU en het banktoezicht", april 2000.

"De informatie-inhoud van rentetarieven en hun derivaten voor het monetaire beleid", mei 2000.

"Ontwikkelingen op en structurele kenmerken van de arbeidsmarkten in het eurogebied", mei 2000.

"De overgang op variabele-rentetenders bij de basis-herfinancieringstransacties", juli 2000.

"Monetaire-beleidsstransmissie in het eurogebied", juli 2000.

"Vergrijzing en begrotingsbeleid in het eurogebied", juli 2000.

"Prijis- en kostenindicatoren voor het eurogebied: een overzicht", augustus 2000.

"De buitenlandhandel van het eurogebied: gestileerde feiten en recente tendensen", augustus 2000.

"Groeï van de potentiële output en output gaps: begrippen, gebruik en ramingen", oktober 2000.

"De betrekkingen van de ECB met instellingen en organen van de Europese Gemeenschap", oktober 2000.

"De twee pijlers van het monetaire beleid van de ECB", november 2000.

"Vraagstukken in verband met de opkomst van elektronisch geld", november 2000.

"Het eurogebied na de toetreding van Griekenland", januari 2001.

"Monetaire-beleidsvorming in een onzekere omgeving", januari 2001.

"De betrekkingen van de ECB met internationale organisaties en fora", januari 2001.

"De kenmerken van bedrijfsfinanciering in het eurogebied", februari 2001.

"Naar een eenvormig dienstverleningsniveau voor kleine betalingen in het eurogebied", februari 2001.

"De externe communicatie van de Europese Centrale Bank", februari 2001.

"Algemene economische statistieken voor het eurogebied: een beoordeling", april 2001.

"Het onderpandkader van het Eurosysteem", april 2001.

"De invoering van euromunten en -bankbiljetten", april 2001.

"Monetaire analyse: kader en instrumenten", mei 2001.

"Het nieuwe stelsel van kapitaaltoereikendheid – het standpunt van de ECB", mei 2001.

"Financiering en financiële beleggingen van de niet-financiële sectoren in het eurogebied", mei 2001.

"De nieuwe technologieën en de productiviteit in het eurogebied", juli 2001.

"Metingen van de onderliggende inflatie in het eurogebied", juli 2001.

"Begrotingsbeleid en economische groei", augustus 2001.

"Productenmarkthervormingen in het eurogebied", augustus 2001.

"Consolidatie in de clearing via centrale tegenpartijen in het eurogebied", augustus 2001.

"Problemen verbonden aan monetaire-beleidsregels", oktober 2001.

"Het inschrijvingsgedrag van de tegenpartijen bij de open-markttransacties van het Eurosysteem", oktober 2001.

"De overgang op de chartale euro op markten buiten het eurogebied", oktober 2001.

"De informatie-inhoud van samengestelde indicatoren van de conjunctuurencyclus in het eurogebied", november 2001.

"Het economische-beleidskader in de EMU", november 2001.

"Fundamentele economische verhoudingen en de wisselkoers van de euro", januari 2002.

"De voorbereidingen voor de eurobankbiljetten: activiteiten voor en na de invoering van de euro", januari 2002.

"De aandelenmarkt en het monetaire beleid", februari 2002.

"Recente ontwikkelingen in de internationale samenwerking", februari 2002.

"De werking van de automatische begrotingsstabilisatoren in het eurogebied", april 2002.

"De rol van het Eurosysteem bij betalings- en clearingsystemen", april 2002.

"Verbeterde balans- en rentestatistieken voor de MFI-sector", april 2002.

"Het liquiditeitsbeheer van de ECB", mei 2002.

"De internationale samenwerking bij het toezicht", mei 2002.

"Gevolgen van de overgang op de chartale euro voor de circulatie van bankbiljetten en munten", mei 2002.

"Kenmerken van de conjunctuur in het eurogebied gedurende de jaren negentig", juli 2002.

"De dialoog van het Eurosysteem met de kandidaat-lidstaten van de EU", juli 2002.

"Ontwikkelingen van de externe directe investeringsstromen en van het externe effectenverkeer van het eurogebied", juli 2002.

"Convergentie van het prijsniveau en concurrentie in het eurogebied", augustus 2002.

"Recente ontwikkelingen en risico's binnen het bankwezen in het eurogebied", augustus 2002.

"Besparingen, financiering en investeringen in het eurogebied", augustus 2002.

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

"Hoofdkenmerken van de repomarkt in het eurogebied", oktober 2002.

"De verantwoordingsplicht van de ECB", november 2002.

"Doorzichtigheid bij het monetaire beleid van de ECB", november 2002.

"De samenstelling van de werkgelegenheidsgroei in het eurogebied in de afgelopen jaren", november 2002.

"De vraag naar chartaal geld in het eurogebied en de invloed van de overgang op de chartale euro", januari 2003.

"CLS – doel, opzet en gevolgen", januari 2003.

"De verhouding tussen het monetaire beleid en het begrotingsbeleid in het eurogebied", februari 2003.

"Wisselkoersstelsels voor de opkomende markteconomieën", februari 2003.

Occasional Paper Series

- 1 "The impact of the euro on money and bond markets" door J. Santillán, M. Bayle en C. Thygesen, juli 2000.
- 2 "The effective exchange rates of the euro" door L. Buldorini, S. Makrydakís en C. Thimann, februari 2002.
- 3 "Estimating the trend of M3 income velocity underlying the reference value for monetary growth" door C. Brand, D. Gerdesmeier en B. Roffia, mei 2002.
- 4 "Labour force developments in the euro area since the 1980s" door V. Genre en R. Gómez-Salvador, juli 2002.
- 5 "The evolution of clearing and central counterparty services for exchange-traded derivatives in the United States and Europe: a comparison" door D. Rucco, T.L. Hart en A. Schönerberger, september 2002.
- 6 "Banking integration in the euro area" door I. Cabral, F. Dierick en J. Vescale, december 2002.
- 7 "Economic relations with regions neighbouring the euro area in the 'Euro Time Zone'" door T. Mazzaferro, A. Mehl, M. Sturm, C. Thimann en A. Winkler, december 2002

Working Paper Series

- 1 "A global hazard index for the world foreign exchange markets" door V. Brousseau en F. Scacciavillani, mei 1999.
- 2 "What does the single monetary policy do? A SVAR benchmark for the European Central Bank" door C. Monticelli en O. Tristani, mei 1999.
- 3 "Fiscal policy effectiveness and neutrality results in a non-Ricardian world" door C. Detken, mei 1999.
- 4 "From the ERM to the euro: new evidence on economic and policy convergence among EU countries" door I. Angeloni en L. Dedola, mei 1999.
- 5 "Core inflation: a review of some conceptual issues" door M. Wynne, mei 1999.
- 6 "The demand for M3 in the euro area" door G. Coenen en J.-L. Vega, september 1999.
- 7 "A cross-country comparison of market structures in European banking" door O. de Bandt en E.P. Davis, september 1999.
- 8 "Inflation zone targeting" door A. Orphanides en V. Wieland, oktober 1999.
- 9 "Asymptotic confidence bands for the estimated autocovariance and autocorrelation functions of vector autoregressive models" door G. Coenen, januari 2000.
- 10 "On the effectiveness of sterilized foreign exchange intervention" door R. Fatum, februari 2000.
- 11 "Is the yield curve a useful information variable for the Eurosystem?" door J.M. Berk en P. van Bergeijk, februari 2000.
- 12 "Indicator variables for optimal policy" door L.E.O. Svensson en M. Woodford, februari 2000.
- 13 "Monetary policy with uncertain parameters" door U. Söderström, februari 2000.
- 14 "Assessing nominal income rules for monetary policy with model and data uncertainty" door G.D. Rudebusch, februari 2000.
- 15 "The quest for prosperity without inflation" door A. Orphanides, maart 2000.
- 16 "Estimating the implied distribution of the future short-term interest rate using the Longstaff-Schwartz model" door P. Hördahl, maart 2000.
- 17 "Alternative measures of the NAIRU in the euro area: estimates and assessment" door S. Fabiani en R. Mestre, maart 2000.
- 18 "House prices and the macroeconomy in Europe: results from a structural VAR analysis" door M. Iacoviello, april 2000.
- 19 "The euro and international capital markets" door C. Detken en P. Hartmann, april 2000.
- 20 "Convergence of fiscal policies in the euro area" door O. de Bandt en F.P. Mongelli, mei 2000.
- 21 "Firm size and monetary policy transmission: evidence from German business survey data" door M. Ehrmann, mei 2000.
- 22 "Regulating access to international large-value payment systems" door C. Holthausen en T. Rønde, juni 2000.
- 23 "Escaping Nash inflation" door In-Koo Cho en T.J. Sargent, juni 2000.
- 24 "What horizon for price stability" door F. Smets, juli 2000.
- 25 "Caution and conservatism in the making of monetary policy" door P. Schellekens, juli 2000.
- 26 "Which kind of transparency? On the need for clarity in monetary policy-making" door B. Winkler, augustus 2000.
- 27 "This is what the US leading indicators lead" door M. Camacho en G. Perez-Quiros, augustus 2000.
- 28 "Learning, uncertainty and central bank activism in an economy with strategic interactions" door M. Ellison en N. Valla, augustus 2000.

- 29 "The sources of unemployment fluctuations: an empirical application to the Italian case" door S. Fabiani, A. Locarno, G. Oneto en P. Sestito, september 2000.
- 30 "A small estimated euro area model with rational expectations and nominal rigidities" door G. Coenen en V. Wieland, september 2000.
- 31 "The disappearing tax base: is foreign direct investment eroding corporate income taxes?" door R. Cropp en K. Kostial, september 2000.
- 32 "Can indeterminacy explain the short-run non-neutrality of money?" door F. de Fiore, september 2000.
- 33 "The information content of M3 for future inflation in the euro area" door C. Trecroci en J.-L. Vega, oktober 2000.
- 34 "Capital market development, corporate governance and the credibility of exchange rate pegs" door O. Castrén en T. Takalo, oktober 2000.
- 35 "Systemic Risk: a survey" door O. de Bandt en P. Hartmann, november 2000.
- 36 "Measuring core inflation in the euro area" door C. Morana, november 2000.
- 37 "Business fixed investment: evidence of a financial accelerator in Europe" door P. Vermeulen, november 2000.
- 38 "The optimal inflation tax when taxes are costly to collect" door F. de Fiore, november 2000.
- 39 "A money demand system for euro area M3" door C. Brand en N. Cassola, november 2000.
- 40 "Financial structure and the interest rate channel of ECB monetary policy" door B. Mojon, november 2000.
- 41 "Why adopt transparency? The publication of central bank forecasts" door P. M. Geraats, januari 2001.
- 42 "An area-wide model (AWM) for the euro area" door G. Fagan, J. Henry en R. Mestre, januari 2001.
- 43 "Sources of economic renewal from the traditional firm to the knowledge firm" door D. Rodriguez Palenzuela, februari 2001.
- 44 "The supply and demand for Eurosystem deposits – The first 18 months" door U. Bindseil en F. Seitz, februari 2001.
- 45 "Testing the rank of the Hankel Matrix: a statistical approach" door G. Camba-Méndez en G. Kapetanios, maart 2001.
- 46 "A two-factor model of the German term structure of interest rates" door N. Cassola en J. B. Luís, maart 2001.
- 47 "Deposit insurance and moral hazard: does the counterfactual matter?" door R. Gropp en J. Vesala, maart 2001.
- 48 "Financial market integration in Europe: on the effects of EMU on stock markets" door M. Fratzscher, maart 2001.
- 49 "Business cycle and monetary policy analysis in a structural sticky-price model of the euro area" door M. Casares, maart 2001.
- 50 "Employment and productivity growth in service and manufacturing sectors in France, Germany and the United States" door T. von Wachter, maart 2001.
- 51 "The functional form of the demand for euro area M1" door L. Stracca, maart 2001.
- 52 "Are the effects of monetary policy in the euro area greater in recessions than in booms?" door G. Peersman en F. Smets, maart 2001.
- 53 "An evaluation of some measures of core inflation for the euro area" door J.-L. Vega en M. A. Wynne, april 2001.
- 54 "Assessment criteria for output gap estimates" door G. Camba-Méndez en D. Rodriguez Palenzuela, april 2001.
- 55 "Modelling the demand for loans to the private sector in the euro area" door A. Calza, G. Gartner en J. Sousa, april 2001.

- 56 "Stabilization policy in a two country model and the role of financial frictions" door E. Faia, april 2001.
- 57 "Model-based indicators of labour market rigidity" door S. Fabiani en D. Rodriguez Palenzuela, april 2001.
- 58 "Business cycle asymmetries in stock returns: evidence from higher order moments and conditional densities" door G. Pérez-Quirós en A. Timmermann, april 2001.
- 59 "Uncertain potential output: implications for monetary policy" door M. Ehrmann en F. Smets, april 2001.
- 60 "A multi-country trend indicator for euro area inflation: computation and properties" door E. Angelini, J. Henry en R. Mestre, april 2001.
- 61 "Diffusion index-based inflation forecasts for the euro area" door E. Angelini, J. Henry en R. Mestre, april 2001.
- 62 "Spectral based methods to identify common trends and common cycles" door G.C. Méndez en G. Kapetanios, april 2001
- 63 "Does money lead inflation in the euro area?" door S. Nicoletti Altimari, mei 2001.
- 64 "Exchange rate volatility and euro area imports" door R. Anderton en F. Skudelny, mei 2001.
- 65 "A system approach for measuring the euro area NAIRU" door S. Fabiani en R. Mestre, mei 2001.
- 66 "Can short-term foreign exchange volatility be predicted by the Global Hazard Index?" door V. Brousseau en F. Scacciavillani, juni 2001.
- 67 "The daily market for funds in Europe: has something changed with the EMU?" door G. Pérez-Quirós en H. Rodríguez Mendizábal, juni 2001.
- 68 "The performance of forecast-based monetary policy rules under model uncertainty" door A. Levin, V. Wieland en J.C. Williams, juli 2001.
- 69 "The ECB monetary policy strategy and the money market" door V. Gaspar, G. Pérez-Quirós en J. Sicilia, juli 2001.
- 70 "Central bank forecasts of liquidity factors: quality, publication and the control of the overnight rate" door U. Bindseil, juli 2001.
- 71 "Asset market linkages in crisis periods" door P. Hartmann, S. Straetmans en C.G. de Vries, juli 2001.
- 72 "Bank concentration and retail interest rates" door S. Corvoisier en R. Gropp, juli 2001.
- 73 "Interbank lending and monetary policy transmission – evidence for Germany" door M. Ehrmann en A. Worms, juli 2001.
- 74 "Interbank market integration under asymmetric information" door X. Freixas en C. Holthausen, augustus 2001.
- 75 "Value at Risk models in finance" door S. Manganelli en R. F. Engle, augustus 2001.
- 76 "Rating agency actions and the pricing of debt and equity of European banks: what can we infer about private sector monitoring of bank soundness?" door R. Gropp en A. J. Richards, augustus 2001.
- 77 "Cyclically adjusted budget balances: an alternative approach" door C. Bouthevillain, P. Cour-Thimann, G. van den Dool, P. Hernández de Cos, G. Langenus, M. Mohr, S. Momigliano en M. Tujula, september 2001.
- 78 "Investment and monetary policy in the euro area" door B. Mojon, F. Smets en P. Vermeulen, september 2001.
- 79 "Does liquidity matter? Properties of a synthetic divisia monetary aggregate in the euro area" door L. Stracca, oktober 2001.
- 80 "The microstructure of the euro money market" door P. Hartmann, M. Manna en A. Manzanares, oktober 2001.
- 81 "What can changes in structural factors tell us about unemployment in Europe?" door J. Morgan en A. Mourougane, oktober 2001.

- 82 "Economic forecasting: some lessons from recent research" door D. Hendry en M. P. Clements, oktober 2001.
- 83 "Chi-squared tests of interval and density forecasts, and the Bank of England's fan charts" door K. F. Wallis, november 2001.
- 84 "Data uncertainty and the role of money as an information variable for monetary policy" door G. Coenen, A. Levin en V. Wieland, november 2001.
- 85 "Determinants of the euro real effective exchange rate: a BEER/PEER approach" door F. Maeso-Fernandez, C. Osbat en B. Schnatz, november 2001.
- 86 "Rational expectations and near rational alternatives: how best to form expectations" door M. Beeby, S. G. Hall en S. B. Henry, november 2001.
- 87 "Credit rationing, output gap and business cycles" door F. Boissay, november 2001.
- 88 "Why is it so difficult to beat the random walk forecast of exchange rates?" door L. Kilian en M. P. Taylor, november 2001.
- 89 "Monetary policy and fears of financial instability" door V. Brousseau en C. Detken, november 2001.
- 90 "Public pensions and growth" door S. Lambrecht, P. Michel en J.-P. Vidal, november 2001.
- 91 "The monetary transmission mechanism in the euro area: more evidence from VAR analysis" door G. Peersman en F. Smets, december 2001.
- 92 "A VAR description of the effects of the monetary policy in the individual countries of the euro area" door B. Mojon en G. Peersman, december 2001.
- 93 "The monetary transmission mechanism at the euro-area level: issues and results using structural macroeconomic models" door P. McAdam en J. Morgan, december 2001.
- 94 "Monetary policy transmission in the euro area: what do aggregate and national structural models tell us?" door P. van Els, A. Locarno, J. Morgan en J.-P. Villetelle, december 2001.
- 95 "Some stylised facts on the euro area business cycle" door A.-M. Agresti en B. Mojon, december 2001.
- 96 "The reaction of bank lending to monetary policy measures in Germany" door A. Worms, december 2001.
- 97 "Asymmetries in bank lending behaviour. Austria during the 1990s" door S. Kaufmann, december 2001.
- 98 "The credit channel in the Netherlands: evidence from bank balance sheets" door L. De Haan, december 2001.
- 99 "Is there a bank lending channel of monetary policy in Spain?" door I. Hernando en J. Martínez-Pagés, december 2001.
- 100 "Transmission of monetary policy shocks in Finland: evidence from bank level data on loans" door J. Topi en J. Vilmunen, december 2001.
- 101 "Monetary policy and bank lending in France: are there asymmetries?" door C. Loupiaz, F. Savignac en P. Sevestre, december 2001.
- 102 "The bank lending channel of monetary policy: identification and estimation using Portuguese micro bank data" door L. Farinha en C. Robalo Marques, december 2001.
- 103 "Bank-specific characteristics and monetary policy transmission: the case of Italy" door L. Gambacorta, december 2001.
- 104 "Is there a bank lending channel of monetary policy in Greece? Evidence from bank level data" door S. N. Brissimis, N. C. Kamberoglou en G. T. Simigiannis, december 2001.
- 105 "Financial systems and the role of banks in monetary policy transmission in the euro area" door M. Ehrmann, L. Gambacorta, J. Martínez-Pagés, P. Sevestre en A. Worms, december 2001.
- 106 "Investment, the cost of capital, and monetary policy in the nineties in France: a panel data investigation" door J.-B. Chatelain en A. Tiomo, december 2001.

- 107 "The interest rate and credit channel in Belgium: an investigation with micro-level firm data" door P. Butzen, C. Fuss en P. Vermeulen, december 2001.
- 108 "Credit channel and investment behaviour in Austria: a microeconomic approach" door M. Valderrama, december 2001.
- 109 "Monetary transmission in Germany: new perspectives on financial constraints and investment spending" door U. von Kalckreuth, december 2001.
- 110 "Does monetary policy have asymmetric effects? A look at the investment decisions of Italian firms" door E. Gaiotti en A. Generale, december 2001.
- 111 "Monetary transmission: empirical evidence from Luxembourg firm level data" door P. Lünnemann en T. Mathä, december 2001.
- 112 "Firm investment and monetary transmission in the euro area" door J.-B. Chatelain, A. Generale, I. Hernando, U. von Kalckreuth en P. Vermeulen, december 2001.
- 113 "Financial frictions and the monetary transmission mechanism: theory, evidence and policy implications" door C. Bean, J. Larsen en K. Nikolov, januari 2002.
- 114 "Monetary transmission in the euro area: where do we stand?" door I. Angeloni, A. Kashyap, B. Mojon en D. Terlizzese, januari 2002.
- 115 "Monetary policy rules, macroeconomic stability and inflation: a view from the trenches" door A. Orphanides, december 2001.
- 116 "Rent indices for housing in West Germany 1995 to 1998" door J. Hoffmann en C. Kurz, januari 2002.
- 117 "Hedonic house prices without characteristics: the case of new multiunit housing" door O. Bover en P. Velilla, januari 2002.
- 118 "Durable goods, price indexes and quality change: an application to automobile prices in Italy, 1988-98" door G.M. Tomat, januari 2002.
- 119 "Monetary policy and the stock market in the euro area" door N. Cassola en C. Morana, januari 2002.
- 120 "Learning stability in economics with heterogenous agents" door S. Honkapohja en K. Mitra, januari 2002.
- 121 "Natural rate doubts" door A. Beyer en R.E.A. Farmer, februari 2002.
- 121 "New technologies and productivity growth in the euro area" door F. Vijselaar en R. Albers, februari 2002.
- 122 "Analysing and combining multiple credit assessments of financial institutions" door E. Tabakis en A. Vinci, februari 2002.
- 123 "Monetary policy, expectations and commitment" door G.W. Evans en S. Honkapohja, februari 2002.
- 125 "Duration, volume and volatility impact of trades" door S. Manganelli, februari 2002.
- 126 "Optimal contracts in a dynamic costly state verification model" door C. Monnet en E. Quintin, februari 2002.
- 127 "Performance of monetary policy with internal central bank forecasting" door S. Honkapohja en K. Mitra, februari 2002.
- 128 "Openness, imperfect exchange rate pass-through and monetary policy" door F. Smets en R. Wouters, maart 2002.
- 129 "Non-standard central bank loss functions, skewed risks and certainty equivalence" door A. al-Nowaihi en L. Stracca, maart 2002.
- 130 "Harmonized indexes of consumer prices: their conceptual foundations" door E. Diewert, maart 2002.
- 131 "Measurement bias in the HICP; what do we know, and what do we need to know?" door M.A. Wynne en D. Rodriguez-Palenzuela, maart 2002.
- 132 "Inflation dynamics and dual inflation in accession countries: a 'new Keynesian' perspective" door O. Arratibel, D. Rodriguez-Palenzuela en C. Thimann, maart 2002.

- 133 "Can confidence indicators be useful to predict short-term real GDP growth?" door A. Mourougane en M. Roma, maart 2002.
- 134 "The cost of private transportation in the Netherlands, 1992-99" door B. Bode en J. Van Dalen, maart 2002.
- 135 "The optimal mix of taxes on money, consumption and income" door F. de Fiore en P. Teles, april 2002.
- 136 "Retail bank interest rate pass-through: new evidence at the euro area level" door G. de Bondt, april 2002.
- 137 "Equilibrium bidding in the Eurosystem's open market operations" door U. Bindseil, april 2002.
- 138 "'New' views on the optimum currency area theory: what is EMU telling us?" door F. P. Mongelli, april 2002.
- 139 "On currency crises and contagion" door M. Fratzscher, april 2002.
- 140 "Price setting and the steady-state effects of inflation" door M. Casares, mei 2002.
- 141 "Asset prices and fiscal balances" door F. Eschenbach en L. Schuknecht, mei 2002.
- 142 "Modelling the daily banknotes in circulation in the context of the liquidity management of the European Central Bank" door A. Cabrero, G. Camba-Mendez, A. Hirsch en F. Nieto, mei 2002.
- 143 "A non-parametric method for valuing new goods" door L. Blow en I. Crawford, mei 2002.
- 144 "A failure in the measurement of inflation: results from a hedonic and matched experiment using scanner data" door M. Silver en S. Heravi, mei 2002.
- 145 "Towards a new early warning system of financial crises" door M. Bussiere en M. Fratzscher, mei 2002.
- 146 "Competition and stability – what's special about banking?" door E. Carletti en P. Hartmann, mei 2002.
- 147 "Time-to-build approach in a sticky price, sticky wage optimising monetary model" door M. Casares, mei 2002.
- 148 "The functional form of yield curves" door V. Brousseau, mei 2002.
- 149 "The Spanish block of the ESCB multi-country model" door A. Willman en A. Estrada, mei 2002.
- 150 "Equity and bond market signals as leading indicators of bank fragility" door R. Gropp, J. Vesala en G. Vulpes, juni 2002.
- 151 "G-7 inflation forecasts" door F. Canova, juni 2002.
- 152 "Short-term monitoring of fiscal policy discipline" door G. Camba-Mendez en A. Lamo, juni 2002.
- 153 "Euro area production function and potential output: a supply side system approach" door A. Willman, juni 2002.
- 154 "The euro bloc, the dollar bloc and the yen bloc: how much monetary policy independence can exchange rate flexibility buy in an interdependent world?" door M. Fratzscher, juni 2002.
- 155 "Youth unemployment in the OECD: demographic shifts, labour market institutions, and macroeconomic shocks" door J. F. Jimeno en D. Rodriguez-Palenzuela, juni 2002.
- 156 "Identifying endogenous fiscal policy rules for macroeconomic models" door J. J. Perez en P. Hiebert, juli 2002.
- 157 "Bidding and performance in repo auctions: evidence from ECB open market operations" door K.G. Nyborg, U. Bindseil en I.A. Strebulaev, juli 2002.
- 158 "Quantifying Embodied Technological Change" door P. Sakellaris en D. J. Wilson, juli 2002.
- 159 "Optimal public money" door C. Monnet, juli 2002.

- 160 "Model uncertainty and the equilibrium value of the real effective euro exchange rate" door C. Detken, A. Dieppe, J. Henry, C. Marin en F. Smets, juli 2002.
- 161 "The optimal allocation of risks under prospect theory" door L. Stracca, juli 2002.
- 162 "Public debt asymmetries: the effect on taxes and spending in the European Union" door S. Krogstrup, augustus 2002.
- 163 "The rationality of consumers' inflation expectations: survey-based evidence for the euro area" door M. Forsells en G. Kenny, augustus 2002.
- 164 "Euro area corporate debt securities market: first empirical evidence" door G. de Bondt, augustus 2002.
- 165 "The industry effects of monetary policy in the euro area" door G. Peersman en F. Smets, augustus 2002.
- 166 "Monetary and fiscal policy interactions in a micro-founded model of a monetary union" door R.M.W.J. Beetsma en H. Jensen, augustus 2002.
- 167 "Identifying the effects of monetary policy shocks on exchange rates using high frequency data" door J. Faust, J. H. Rogers, E. Swanson en J. H. Wright, augustus 2002.
- 168 "Estimating the effects of fiscal policy in OECD countries" door R. Perotti, augustus 2002.
- 169 "Modelling model uncertainty" door A. Onatski en N. Williams, augustus 2002.
- 170 "What measure of inflation should a central bank target?" door G. Mankiw en R. Reis, augustus 2002.
- 171 "An estimated stochastic dynamic general equilibrium model of the euro area" door F. Smets en R. Wouters, augustus 2002.
- 172 "Constructing quality-adjusted price indices: a comparison of hedonic and discrete choice models" door N. Jonker, september 2002.
- 173 "Openness and equilibrium determinacy under interest rate rules" door F. de Fiore en Z. Liu, september 2002.
- 174 "International monetary policy co-ordination and financial market integration" door A. Sutherland, september 2002.
- 175 "Monetary policy and the financial accelerator in a monetary union" door S. Gilchrist, J.O. Hairault en H. Kempf, september 2002.
- 176 "Macroeconomics of international price discrimination" door G. Corsetti en L. Dedola, september 2002.
- 177 "A theory of the currency denomination of international trade" door P. Bacchetta en E. van Wincoop, september 2002.
- 178 "Inflation persistence and optimal monetary policy in the euro area" door P. Benigno en J. D. López-Salido, september 2002.
- 179 "Optimal monetary policy with durable and non-durable goods" door C. J. Erceg en A. T. Levin, september 2002.
- 180 "Regional inflation in a currency union: fiscal policy versus fundamentals" door M. Duarte en A. L. Wolman, september 2002.
- 181 "Inflation dynamics and international linkages: a model of the United States, the euro area and Japan" door G. Coenen en V. Wieland, september 2002.
- 182 "The information content of real-time output gap estimates: an application to the euro area" door G. Rünstler, september 2002.
- 183 "Monetary policy in a world with different financial systems" door E. Faia, oktober 2002.
- 184 "Efficient pricing of large value interbank payment systems" door C. Holthausen en J.-C. Rochet, oktober 2002.
- 185 "European integration: what lessons for other regions? The case of Latin America" door E. Dorrucchi, S. Firpo, M. Fratzscher en F. P. Mongelli, oktober 2002.
- 186 "Using money market rates to assess the alternatives of fixed vs. variable rate tenders: the lesson from 1989-98 data for Germany" door M. Manna, oktober 2002.

- 187 "A fiscal theory of sovereign risk" door M. Uribe, oktober 2002.
- 188 "Should central banks really be flexible?" door H.P. Grüner, oktober 2002.
- 189 "Debt reduction and automatic stabilisation" door P. Hiebert, J. J. Pérez en M. Rostagno, oktober 2002.
- 190 "Monetary policy and the zero bound to interest rates: a review" door T. Yates, oktober 2002.
- 191 "The fiscal costs of financial instability revisited" door L. Schuknecht en F. Eschenbach, november 2002.
- 192 "Is the European Central Bank (and the United States Federal Reserve) predictable?" door G. Perez-Quiros en J. Sicilia, november 2002.
- 193 "Sustainability of public finances and automatic stabilisation under a rule of budgetary discipline" door J. Marín, november 2002.
- 194 "Sensitivity analysis of volatility: a new tool for risk management" door S. Manganelli, V. Ceci en W. Vecchiato, november 2002.
- 195 "In-sample or out-of-sample tests of predictability: which one should we use?" door A. Inoue en L. Kilian, november 2002.
- 196 "Bootstrapping autoregressions with conditional heteroskedasticity of unknown form" door S. Gonçalves en L. Kilian, november 2002.
- 197 "A model of the Eurosystem's operational framework for monetary policy implementation" door C. Ewerhart, november 2002.
- 198 "Extracting risk-neutral probability densities by fitting implied volatility smiles: some methodological points and an application to the 3M EURIBOR futures option prices" door A.B. Andersen en T. Wagoner, december 2002.
- 199 "Time variation in the tail behaviour of bund futures returns" door T. Werner en C. Upper, december 2002.
- 200 "Interdependence between the euro area and the United States: what role for EMU" door M. Ehrmann en M. Fratzscher, december 2002.
- 201 "Euro area inflation persistence" door N. Batini, december 2002.
- 202 "Aggregate loans to the euro area private sector" door A. Calza, M. Manrique en J. Sousa, januari 2003.
- 203 "Myopic loss aversion, disappointment aversion and the equity premium puzzle" door D. Fielding en L. Stracca, januari 2003.
- 204 "Asymmetric dynamics in the correlations of global equity and bond returns" door L. Cappiello, R. F. Engle en K. Sheppard, januari 2003.
- 205 "Real exchange rate in an inter-temporal n-country-model with incomplete markets" door B. Mercereau, januari 2003.
- 206 "Empirical estimates of reaction functions for the euro area" door D. Gerdesmeier en B. Roffia, januari 2003.
- 207 "A comprehensive model on the euro overnight rate" door F. R. Würtz, januari 2003.
- 208 "Do demographic changes affect risk premiums? Evidence from international data" door A. Ang en A. Maddaloni, januari 2003.
- 209 "A framework for collateral risk control determination" door D. Cossin, Z. Huang, D. Aunon-Nerin en F. González, januari 2003.
- 210 "Anticipated Ramsey reforms and the uniform taxation principle: the role of international financial markets" door S. Schmitt-Grohé en M. Uribe, januari 2003.
- 211 "Self-control and savings" door P. Michel en J. P. Vidal, januari 2003.
- 212 "Modelling the implied probability of stock market movements" door E. Glatzer en M. Scheicher, januari 2003.
- 213 "Aggregation and euro area Phillips curves" door S. Fabiani en J. Morgan, februari 2003.
- 214 "On the selection of forecasting models" door A. Inoue en L. Kilian, februari 2003.

- 215 "Budget institutions and fiscal performance in central and eastern European countries" door H. Gleich, februari 2003.
- 216 "The admission of accession countries to an enlarged monetary union: a tentative assessment" door M. Ca'Zorzi en R.A. De Santis, februari 2003.
- 217 "The role of product market regulations in the process of structural change" door J. Messina, maart 2003.
- 218 "The zero-interest-rate bound and the role of the exchange rate for monetary policy in Japan" door G. Coenen en V. Wieland, maart 2003.

Overige publicaties

- "The TARGET service level", juli 1998.
- "Report on electronic money", augustus 1998.
- "Assessment of EU securities settlement systems against the standards for their use in ESCB credit operations", september 1998.
- "Money and banking statistics compilation guide", september 1998.
- "Het gemeenschappelijke monetaire beleid in de derde fase: Algemene documentatie met betrekking tot de monetaire-beleidsinstrumenten en -procedures van het ESCB", september 1998.
- "Third progress report on the TARGET project", november 1998.
- "Correspondent central banking model (CCBM)", december 1998.
- "Payment systems in the European Union: Addendum incorporating 1997 figures", januari 1999.
- "Possible effects of EMU on the EU banking systems in the medium to long term", februari 1999.
- "Euro area monetary aggregates: conceptual reconciliation exercise", juli 1999.
- "The effects of technology on the EU banking systems", juli 1999.
- "Payment systems in countries that have applied for membership of the European Union", augustus 1999.
- "Improving cross-border retail payment services: the Eurosystem's view", september 1999.
- "Compendium: een verzameling rechtsinstrumenten, juni 1998-mei 1999", oktober 1999.
- "European Union balance of payments/international investment position statistical methods", november 1999.
- "Money and banking statistics compilation guide, addendum I: money market paper", november 1999.
- "Money and banking statistics sector manual" tweede uitgave, november 1999.
- "Report on the legal protection of banknotes in the European Union Member States", november 1999.
- "Correspondent central banking model (CCBM)", november 1999.
- "Cross-border payments in TARGET: A users' survey", november 1999.
- "Money and banking statistics: Series keys for the exchange of balance sheet items time series", november 1999.
- "Money and banking statistics: Handbook for the compilation of flow statistics", december 1999.
- "Payment systems in the European Union: Addendum incorporating 1998 figures", februari 2000.
- "Interlinking: Data dictionary", versie 2.02, maart 2000.
- "Asset prices and banking stability", april 2000.
- "EU banks' income structure", april 2000.
- "Statistical information collected and compiled by the ESCB", mei 2000.
- "Correspondent central banking model (CCBM)", juli 2000.

"Statistical requirements of the European Central Bank in the field of general economic statistics", augustus 2000.

"Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area", augustus 2000.

"Improving cross-border retail payment services", september 2000.

"Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves", oktober 2000.

"European Union balance of payments/international investment position statistical methods", november 2000.

"Information guide for credit institutions using TARGET", november 2000.

"Het gemeenschappelijke monetaire beleid in de derde fase: Algemene documentatie met betrekking tot de monetaire-beleidsinstrumenten en -procedures van het Eurosysteem", november 2000.

"EU banks' margins and credit standards", december 2000.

"Mergers and acquisitions involving the EU banking industry: facts and implications", december 2000.

"Annual report on the activities of the Anti-Fraud Committee of the European Central Bank", januari 2001.

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

"Price effects of regulatory reform in selected network industries", maart 2001.

"The role of central banks in prudential supervision", maart 2001.

"Money and banking statistics in the accession countries: Methodological Manual", april 2001.

"TARGET: Annual Report", mei 2001.

"A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises", juni 2001.

"Payment and securities settlement systems in the European Union", juni 2001.

"Why price stability?", juni 2001.

"The euro bond market", juli 2001.

"The euro money market", juli 2001.

"The euro equity markets", augustus 2001.

"The monetary policy of the ECB", augustus 2001.

"Monetary analysis: tools and applications", augustus 2001.

"Review of the international role of the euro", september 2001.

"The Eurosystem's policy line with regard to consolidation in central counterparty clearing", september 2001.

"Provisional list of MFIs of the accession countries (as at the end of December 2000)", oktober 2001.

"TARGET": the Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system – update 2001", november 2001.

"European Union balance of payments/international investment position statistical methods", november 2001.

"Fair value accounting in the banking sector", november 2001.

"Towards an integrated infrastructure for credit transfers in euro", november 2001.

"Accession countries: balance of payments / international investment position statistical methods", februari 2002.

"List of Monetary Financial Institutions and institutions subject to minimum reserves", februari 2002.

"Labour market mismatches in euro area countries", maart 2002.

"Compendium: Collection of legal instruments, June 1998 – December 2001", maart 2002.

"Evaluation of the 2002 cash changeover", april 2002.

"TARGET Annual Report 2001", april 2002.

"Het gemeenschappelijke monetaire beleid in het eurogebied. Algemene documentatie met betrekking tot de monetaire-beleidsinstrumenten en -procedures van het Eurosysteem", april 2002.

"Annual report on the activities of the Anti-Fraud Committee of the European Central Bank, covering the period from January 2001 to January 2002", mei 2002.

"Developments in banks' liquidity profile and management", mei 2002.

"The Eurosystem's terms of reference for the use of cash-recycling machines by credit institutions and other euro area institutions engaged in the sorting and distribution of banknotes to the public as a professional activity", mei 2002.

"Bond markets and long-term interest rates in European Union accession countries", juni 2002.

"TARGET minimum common performance features of RTGS systems within TARGET as at November 2001", juni 2002.

"TARGET Interlinking data dictionary as at November 2001", juni 2002.

"TARGET Interlinking specification as at November 2001", juni 2002.

"TARGET Interlinking user requirement as at November 2001", juni 2002.

"Task force on portfolio investment collection systems, Final Report", juni 2002.

"Measurement issues in European consumer price indices and the conceptual framework of the HICP", juli 2002.

"Payment and securities settlement systems in the European Union. Addendum incorporating 2000 figures", juli 2002.

"Financial sectors in EU accession countries", augustus 2002.

"Payment and securities settlement systems in accession countries", augustus 2002.

"TARGET Interlinking specification", november 2002.

"TARGET Interlinking data dictionary", november 2002.

"Guidance Notes to Regulation ECB/2001/13 on the MFI balance sheet statistics", november 2002.

"Structural analysis of the EU banking sector", november 2002.

"European Union balance of payments/international investment position statistical methods", november 2002.

"Review of the international role of the euro", december 2002.

"Euro money market study 2001 (MOC)", december 2002.

"EU banking sector stability", februari 2003.

"Review of the foreign exchange market structure", maart 2003.

"List of Monetary Financial Institutions and institutions subject to minimum reserves", februari 2003.

"Structural factors in the EU housing markets", maart 2003.

"List of Monetary Financial Institutions in the accession countries", maart 2003.

Brochures

"TARGET: Facts, figures, future", september 1999.

"The ECB payment mechanism", augustus 2000.

"The euro: integrating financial services", augustus 2000 (niet meer in voorraad).

"TARGET", augustus 2000 (niet meer in voorraad).

"The European Central Bank", april 2001.

"The euro banknotes and coins", mei 2001.

"TARGET-update 2001", juli 2001.

"The euro and the integration of financial services", september 2001.

"De euro. Ons geld", juni 2002.

Bijlagen

Overzicht van de monetaire-beleidsmaatregelen¹

3 januari 2002

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties, de rente op de marginale beleningsfaciliteit en de rente op de depositofaciliteit onveranderd te laten op respectievelijk 3,25%, 4,25% en 2,25%.

Daarnaast besluit de Raad van Bestuur voor de in 2002 af te sluiten langerlopende herfinancieringstransacties een toewijzing van € 20 miljard per transactie vast te stellen. In dit bedrag is rekening gehouden met de voor 2002 verwachte liquiditeitsbehoefte van het bankwezen in het eurogebied en met de wens van het Eurosysteem om door middel van basis-herfinancieringstransacties in het grootste deel van de herfinanciering van de financiële sector te blijven voorzien. Indien zich onverwachte ontwikkelingen in de liquiditeitsbehoefte voordoen, kan de Raad van Bestuur het toewijzingsbedrag in de loop van het jaar aanpassen.

7 februari, 7 maart, 4 april, 2 mei, 6 juni, 4 juli 2002

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties, de rente op de marginale beleningsfaciliteit en de rente op de depositofaciliteit onveranderd te laten op respectievelijk 3,25%, 4,25% en 2,25%.

10 juli 2002

De Raad van Bestuur van de ECB besluit het toewijzingsbedrag voor de in de tweede helft van 2002 uit te voeren langerlopende herfinancieringstransacties te verlagen van € 20 miljard tot € 15 miljard per transactie. Daarbij is rekening gehouden met de verwachte liquiditeitsbehoefte van het bankwezen in het eurogebied in de tweede helft van 2002 en de wens van het Eurosysteem om in het grootste deel van de liquiditeitsverschaffing te blijven

voorzien door middel van basis-herfinancieringstransacties.

1 augustus, 12 september, 10 oktober, 7 november 2002

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties, de rente op de marginale beleningsfaciliteit en de rente op de depositofaciliteit onveranderd te laten op respectievelijk 3,25%, 4,25% en 2,25%.

5 december 2002

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties met ingang van de transactie die op 11 december 2002 zal worden verricht met 0,50 procentpunt te verlagen tot 2,75%. De Raad besluit eveneens de rente op zowel de marginale beleningsfaciliteit als de depositofaciliteit met ingang van 6 december 2002 met 0,50 procentpunt te verlagen tot respectievelijk 3,75% en 1,75%.

Tevens besluit de Raad de referentiewaarde voor de jaarlijkse groei van het ruime monetaire aggregaat M3 ongewijzigd te laten op 4½%.

9 januari 2003

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties, de rente op de marginale beleningsfaciliteit en de rente op de depositofaciliteit onveranderd te laten op respectievelijk 2,75%, 3,75% en 1,75%.

¹ Het overzicht van de monetaire-beleidsmaatregelen van het Eurosysteem van 1999 tot 2001 is te vinden op de respectieve bladzijden 179 tot 183 van het ECB Jaarverslag 1999, bladzijden 224-227 van het ECB Jaarverslag 2000 en bladzijden 233-234 van het ECB Jaarverslag 2001.

23 januari 2003

De Raad van Bestuur van de ECB besluit tot de invoering van twee maatregelen ter verbetering van het operationele kader voor het monetaire beleid.

Ten eerste zal de kalender voor de reserve-aanhoudingsperiode worden gewijzigd, zodat deze steeds begint op de vereveningsdag van de basis-herfinancieringstransactie die volgt op de vergadering waarin de Raad van Bestuur normaal maandelijks de monetaire-beleidskoers beoordeelt. Bovendien zal het van kracht worden van wijzigingen van de rentetarieven van de permanente faciliteiten in principe overeenkomen met het begin van een nieuwe reserve-aanhoudingsperiode.

Ten tweede zal de looptijd van de basis-herfinancieringstransacties worden verkort van twee weken tot één week.

Deze maatregelen zouden tijdens het eerste kwartaal van 2004 in werking moeten treden.

Aansluitend op het persbericht van 10 juli 2002, besluit de Raad van Bestuur eveneens het toewijzingsbedrag voor de in 2003 af te sluiten langerlopende herfinancieringstransacties te handhaven op € 15 miljard per trans-

actie. In dit bedrag is rekening gehouden met de voor 2003 verwachte liquiditeitsbehoefte van het bankwezen in het eurogebied en met de wens van het Eurosysteem om door middel van basis-herfinancieringstransacties in het grootste deel van de liquiditeitsverschaffing te blijven voorzien.

6 februari 2003

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties, de rente op de marginale beleningsfaciliteit en de rente op de depositofaciliteit onveranderd te laten op respectievelijk 2,75%, 3,75% en 1,75%.

6 maart 2003

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties met ingang van de transactie die op 12 maart 2003 zal worden verricht, met 0,25 procentpunt te verlagen tot 2,50%. De Raad besluit eveneens de rente op zowel de marginale beleningsfaciliteit als de depositofaciliteit met ingang van 7 maart 2003 met 0,25 procentpunt te verlagen tot respectievelijk 3,50% en 1,50%.

Lijst van termen

Aandelenmarkt: de markt waarin deelbewijzen in de eigendom van een bedrijf worden uitgegeven en verhandeld. Een belangrijk verschil tussen aandelen en schuld is dat aandelen niet door de emittent moeten worden terugbetaald.

Aanhoudingsperiode: periode waarover de nakoming van de **reserveverplichtingen** door **kredietinstellingen** wordt berekend. De aanhoudingsperiode voor de bij het **Eurostelsel** aangehouden minimumreserves is een maand, te rekenen vanaf de 24e kalenderdag van elke maand tot de 23e kalenderdag van de daaropvolgende maand.

Accounting Regulatory Committee (ARC): opgericht om de **Europese Commissie (Commissie van de Europese Gemeenschappen)** bij te staan bij de bekrachtiging van de **internationale accountantsstandaarden** op basis waarvan, vanaf 2005, de geconsolideerde financiële rekeningen van op een Europese beurs genoteerde bedrijven zullen worden opgesteld.

Acquis communautaire: algemeen gebruikt begrip om de rechten en verplichtingen uit hoofde van EU-verdragen, -wetten en -verordeningen aan te duiden. De toetredende landen moeten het bestaande *acquis communautaire* hebben ingevoerd op het ogenblik van de toetreding.

Activa op de eerste lijst: verhandelbare activa die voldoen aan uniforme, voor het hele **eurogebied** geldende en door de **Europese Centrale Bank (ECB)** omschreven beleenbaarheidscriteria.

Activa op de tweede lijst: verhandelbare of niet-verhandelbare activa met specifieke beleenbaarheidscriteria, opgesteld door een nationale centrale bank, en goedgekeurd door de **Europese Centrale Bank (ECB)**.

Activatoewijzing: het verdelen van investeringsmiddelen over verschillende categorieën van activa om doelstellingen te bereiken zoals het optimaliseren van de risico/rendementsverhouding van de portefeuille.

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

Algemene Raad: een van de bestuursorganen van de **Europese Centrale Bank (ECB)**. De Algemene Raad bestaat uit de President en de Vice-President van de ECB en de Presidenten van alle 15 nationale centrale banken van de EU-landen.

Back testing: de analyse van de prestaties van een investeringsstrategie, indien die gedurende een bepaalde periode in het verleden door een belegger zou zijn gehanteerd.

Bancaire retailrentetarieven: zie **MFI-rentetarieven**.

Basis-herfinancieringstransactie: een op regelmatige basis door het **Eurostelsel** uitgevoerde **open-markttransactie** in de vorm van een transactie met **wederinkoop**. Basis-herfinancieringstransacties worden uitgevoerd via wekelijkse **standaardtenders** en hebben normaliter een looptijd van twee weken.

Belangrijkste ECB-rentetarieven: de rentetarieven die de monetaire-beleidskoers van de **Europese Centrale Bank (ECB)** weerspiegelen en die worden vastgesteld door de **Raad van Bestuur**. Op dit ogenblik zijn de belangrijkste ECB-rentetarieven de **minimale inschrijvingsrente** voor de **basis-herfinancieringstransacties**, de rente op de **marginale beleeningsfaciliteit** en de rente op de **depositofaciliteit**.

Benchmark: met betrekking tot investeringen is de benchmark een referentieportefeuille of -index die is samengesteld op grond van de doelstellingen inzake liquiditeit, risico en rendement van de investeringen. De benchmark kan dienst doen als vergelijkingsbasis voor de performance van de eigenlijke portefeuille. In verband met het beheer van de externe reserves van de **Europese Centrale Bank (ECB)** is de strategische benchmark een referentieportefeuille die de risico/rendementsvoorkeur van de ECB op de lange termijn weergeeft. De kenmerken ervan worden enkel in uitzonderlijke omstandigheden aangepast. De tactische benchmark weerspiegelt de risico/rendementsvoorkeur van de ECB over een tijdspanne van enkele maanden, op basis van de geldende marktvoorwaarden. Deze benchmark wordt maandelijks herzien.

Betalingssysteem: een op een privaatrechtelijke overeenkomst of wettelijke voorschriften gebaseerde formele regeling met meerdere deelnemers, gemeenschappelijke reglementen en gestandaardiseerde procedures ter overmaking en verevening van geldelijke verplichtingen tussen de deelnemers.

Cash-recycling machine: een afzonderlijk, door de klant bediend toestel, dat bankbiljetten kan ontvangen, verwerken en verstrekken, m.a.w. een toestel dat de mogelijkheid om geld af te halen (zoals bij de klassieke geldautomaten) combineert met een functie voor het storten van bankbiljetten.

Centrale overheid: de overheid zoals ze in het **Europees Systeem van Rekeningen 1995 (ESR 1995)** wordt gedefinieerd, maar met uitzondering van de deelstaatoverheid en de lagere overheid (zie **algemene overheid**). Subsector van het ESR 1995 die alle bestuursinstellingen van de staat en andere centrale instellingen omvat waarvan de bevoegdheid zich gewoonlijk over het gehele economische gebied uitstrekt, met uitzondering van de wettelijke-sociale-verzekeringsinstellingen.

Chartale geldhoeveelheid: bestaat uit de in omloop zijnde bankbiljetten en munten die gewoonlijk worden gebruikt voor betalingen. Over het geheel van 2002 omvatte de chartale geldhoeveelheid de door het **Eurosysteem** en door andere **Monetaire Financiële Instellingen (MFI's)** (in Ierland en Luxemburg) uitgegeven bankbiljetten alsook de door de centrale overheden in het **eurogebied** uitgegeven munten, luidend in **euro** of in de nationale valuta's, hoewel de euro sinds 1 maart 2002 het enige wettelijke betaalmiddel is in alle landen van het eurogebied. Bankbiljetten in de nationale valuta's maken sinds 1 januari 2003 niet langer deel uit van de bankbiljettenomloop, zowel voor de financiële rapportage van het Eurosysteem als voor statistische doeleinden. Dezelfde regel werd ook gehanteerd voor munten in de nationale valuta's. De in **M3** begrepen chartale geldhoeveelheid is een nettobegrip, wat betekent dat het enkel verwijst naar in omloop zijnde bankbiljetten en munten die niet in de MFI-sector worden aangehouden (d.w.z. dat het door de MFI's aangehouden geld – de “kasreserves”- ervan werd afgetrokken). Voorts omvat de chartale geldhoeveelheid evenmin de eigen bankbiljetten die een centrale bank in voorraad heeft (aangezien die niet in omloop zijn gebracht), noch herdenkingsmunten (die niet algemeen gebruikt worden voor betalingen).

Chinese wall: een reeks regels en procedures om te voorkomen dat vertrouwelijke informatie, bijvoorbeeld uit de afdelingen die verantwoordelijk zijn voor de tenuitvoerlegging van het

monetaire beleid, verspreid wordt naar afdelingen die verantwoordelijk zijn voor het portefeuillebeheer. Het doel is de preventie van elk misbruik van vertrouwelijke informatie of van elke situatie die aanleiding zou kunnen geven tot een al dan niet gerechtvaardigd vermoeden van een dergelijk misbruik.

Comité voor Economische Politiek: een communautair overlegorgaan dat bijdraagt tot de voorbereiding van de werkzaamheden van de Raad voor de coördinatie van het economische beleid van de lidstaten en van de Gemeenschap en advies uitbrengt aan de Commissie en de Raad. Het werkt nauw samen met het **Economisch en Financieel Comité (EFC)** en richt zich voornamelijk op het structurele beleid ter bevordering van het groeipotentieel en de werkgelegenheid in de Gemeenschap. Het Comité, waarin wordt voorzien door artikel 272 van het **Verdrag**, werd in 1974 opgericht door een Besluit van de Raad. De lidstaten, de **Europese Commissie** en de **Europese Centrale Bank (ECB)** stellen elk ten hoogste vier leden van het Comité aan, die worden gekozen uit hooggeplaatste ambtenaren met een bijzondere bekwaamheid in het vlak van economische en structurele beleidsbepaling.

Comité voor Monetaire, Financiële en Betalingsbalansstatistiek (CMFB): het forum voor de coördinatie tussen, enerzijds, de statistici van de nationale statistische instellingen en **Eurostat** en, anderzijds, de nationale centrale banken en de **Europese Centrale Bank (ECB)**. Het CMFB werd opgericht door het Besluit van de Raad 91/115/EEC (Pb L 59, 6.3.1991, blz. 19), gewijzigd door het Besluit van de Raad 96/174/EC (Pb L 51, 1.3.1996, blz. 48).

Comitologie: verwijst in het algemeen naar de procedures met betrekking tot de relaties tussen de **Europese Commissie (Commissie van de Europese Gemeenschappen)** en de comités die de Commissie bijstaan bij de uitoefening van door de **EU-Raad** verleende uitvoeringsbevoegdheden inzake de communautaire regelgeving. De toepassing van deze procedures wordt uiteengezet in het Besluit van de Raad van 28 juni 1999 tot vaststelling van de voorwaarden voor de uitoefening van de aan de Commissie verleende uitvoeringsbevoegdheden (1999/468/EC). Meer specifiek verwijst de term ook naar de procedures voor de invoering van Niveau 2-regelgeving binnen het Lamfalussy-kader zoals voorgesteld door het Comité van Wijzen voor de Regulering van de Europese Effectenmarkten. Krachtens deze procedures dient de Commissie aan een regelgevend comité ontwerpmaatregelen voor te leggen voor de implementatie van technische aspecten van Niveau 1-regelgeving.

Committee of European Securities Regulators (CESR): dit comité, dat in juni 2001 werd opgericht ingevolge de aanbeveling uit het Verslag van het Comité van Wijzen voor de Regulering van de Europese Effectenmarkten, is samengesteld uit vertegenwoordigers van de nationale toezichhouders voor de effectenmarkten. Als Niveau 3-instelling van de herziene Europese benadering inzake regelgeving, adviseert het de **Europese Commissie (Commissie van de Europese Gemeenschappen)** over aangelegenheden met betrekking tot het beleid inzake effectenmarkten en speelt het een belangrijke rol in de omzetting van de communautaire regelgeving in de lidstaten.

Convergentieprogramma's: zie **stabiliteitsprogramma's**.

Correspondentbanken-systeem: een regeling waarbij een **kredietinstelling** aan een andere kredietinstelling betalings- en andere diensten verleent. Betalingen via correspondentbanken worden veelal uitgevoerd via onderlinge rekeningen (nostro- en lororekeningen), waaraan vaste kredietlijnen kunnen zijn verbonden. De in dit kader verleende diensten zijn hoofdzakelijk grensoverschrijdend, maar kunnen ook een louter binnenlandse vorm aannemen waarbij de ene bank optreedt als agent voor de andere. Een lororekening is een term die door

een correspondentbank wordt gebruikt voor een rekening die op naam van een buitenlandse kredietinstelling wordt gehouden; voor de buitenlandse kredietinstelling is deze rekening een nostrorekening.

Correspondentenmodel voor centrale banken (CMCB): een model dat door het **Europees Stelsel van Centrale Bank (ESCB)** is gecreëerd om **tegenpartijen** in staat te stellen krediet te verkrijgen bij de centrale bank van het land waarin ze zijn gevestigd door gebruik te maken van in een ander land aangehouden **onderpand**. In het CMCB treedt een nationale centrale bank (NCB) op als bewaarnemer voor andere NCB's voor de in haar binnenlands **effectentransactiesysteem** aangehouden effecten.

Deelbewijzen en participaties in geldmarktfondsen: door een **geldmarktfonds** uitgegeven deelbewijzen en participaties.

Deposito's met opzegtermijn: spaardeposito's waarvoor de houder een vastgestelde opzegtermijn moet naleven alvorens zijn geld op te nemen. In sommige gevallen is het mogelijk op verzoek een bepaald bedrag binnen een specifieke periode op te vragen of een bedrag eerder op te nemen tegen betaling van een strafrente. Deposito's met een opzegtermijn tot en met drie maanden worden opgenomen in **M2** (en dus ook in **M3**), terwijl die met een langere opzegtermijn vervat zijn in de (niet-monetaire) langerlopende financiële passiva van de sector **Monetaire Financiële Instellingen (MFI's)**.

Deposito's met vaste looptijd: hoofdzakelijk termijndeposito's met een gegeven looptijd die, naar gelang van de nationale gebruiken, ofwel niet in geld kunnen worden omgezet vóór de vervaldag ofwel enkel tegen betaling van een strafrente. Ze omvatten eveneens bepaalde niet-verhandelbare schuldtitels, zoals niet-verhandelbare (voor particulieren bestemde) depositocertificaten. Deposito's met een vaste looptijd tot en met twee jaar zijn begrepen in **M2** (en dus ook in **M3**), terwijl die met een vaste looptijd van meer dan twee jaar behoren tot de (niet-monetaire) **langerlopende financiële passiva van de sector van de monetaire financiële instellingen in het eurogebied**.

Depositofaciliteit: een **permanente faciliteit** van het **Eurostelsel** die door **tegenpartijen** kan worden benut om bij een nationale centrale bank **kortlopende deposito's** te plaatsen tegen een van tevoren vastgestelde rentevoet (zie **belangrijkste ECB-rentetarieven**).

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

Directie: een van de besluitvormende organen van de **Europese Centrale Bank (ECB)**. De Directie bestaat uit de President en de Vice-President van de ECB en vier overige leden die in onderlinge overeenstemming worden benoemd door de staatshoofden of regeringsleiders van de landen die op de **euro** zijn overgegaan.

ECOFIN-Raad: zie **EU-Raad**

Economisch en Financieel Comité (EFC): een communautair overlegorgaan dat bij de aanvang van de derde fase van de **Economische en Monetaire Unie** werd ingesteld, toen het Monetair Comité werd ontbonden. De lidstaten, de **Europese Commissie (Commissie**

van de Europese Gemeenschappen) en de **Europese Centrale Bank (ECB)** benoemen ieder ten hoogste twee leden van het Comité. Een van de twee door elk van de lidstaten aangewezen leden zal worden geselecteerd uit hooggeplaatste ambtenaren van de respectieve nationale overheid en de andere uit hooggeplaatste functionarissen van de respectieve nationale centrale bank. Artikel 114, lid 2, van het **Verdrag** geeft een overzicht van de taken van het Economisch en Financieel Comité, waaronder het volgen van de economische en financiële toestand van de lidstaten en de Gemeenschap.

Economische en Monetaire Unie (EMU): het **Verdrag** beschrijft het proces dat in drie fasen moet leiden tot de EMU in de Europese Unie (EU). De eerste fase van de EMU ving aan in juli 1990 en eindigde op 31 december 1993; zij werd hoofdzakelijk gekenmerkt door de ontmanteling van alle interne belemmeringen op de vrijheid van kapitaalverkeer binnen de EU. De tweede fase van de EMU begon op 1 januari 1994 en voorzag onder meer in de oprichting van het **Europees Monetair Instituut**, in een verbod op monetaire financiering van de overheidssector en op diens bevoorrechte toegang tot de financiële instellingen, en in de vermijding van buitensporige overheidstekorten. De derde fase is op 1 januari 1999 van start gegaan met de overdracht van de monetaire bevoegdheden aan de **Europese Centrale Bank (ECB)** en de invoering van de **euro**. De vorming van de EMU werd voltooid met de overgang naar de chartale euro op 1 januari 2002.

ECU (European Currency Unit): de ecu was een mandvaluta samengesteld uit vaste hoeveelheden van twaalf van de vijftien valuta's van de lidstaten. De waarde van de ecu werd berekend als een gewogen gemiddelde van de waarde van de samenstellende valuta's. De ecu werd op 1 januari 1999 vervangen door de **euro** tegen een koers van één euro voor één ecu.

Effectentransactiesysteem: systeem dat het aanhouden of de overdracht van effecten of andere financiële activa mogelijk maakt, hetzij gratis, hetzij tegen betaling (**levering tegen betaling**).

Effectieve (nominale/reële) wisselkoersen: nominale effectieve wisselkoersen zijn gewogen gemiddelden van diverse bilaterale wisselkoersen. Reële effectieve wisselkoersen zijn nominale effectieve wisselkoersen gedefleerd aan de hand van het gewogen gemiddelde van het verschil tussen binnen- en buitenlandse prijzen of kosten. Zij zijn dan ook een maatstaf voor het prijs- en kostenconcurrentievermogen. De **Europese Centrale Bank (ECB)** berekent indices van de nominale effectieve wisselkoers van de **euro** in vergelijking met de valuta's van een beperkte en een grotere groep handelspartners van het **eurogebied**. Sinds januari 2001 bestaat de beperkte groep uit 12 industriële en onlangs geïndustrialiseerde partnerlanden, terwijl de grotere groep bestaat uit 38 handelspartners, waaronder opkomende markteconomieën en transitielanden. De indices van de reële effectieve wisselkoers van de euro worden berekend aan de hand van alternatieve maatstaven voor prijzen en kosten.

Electronic Payment Systems Observatory (ePSO): een open infrastructuur voor de uitwisseling van informatie over elektronische betalingen. Het ePSO wil de uitwisseling van ideeën tussen marktpartijen bevorderen en fungeren als informatiebron. Het werd opgericht op initiatief van de Europese Commissie, maar sinds begin 2003 wordt het beheerd door de ECB. De ePSO-website kan worden geconsulteerd op www.e-pso.info.

Elektronisch geld (e-money): elektronische opslagvorm van monetaire waarde op een technische drager, die algemeen kan worden gebruikt als een betaalmiddel aan toonder waarin van tevoren waarde is opgeslagen, voor betalingen aan instellingen of ondernemingen anders

dan de emitterende instelling, zonder dat bij de transactie noodzakelijk bankrekeningen betrokken zijn (zie ook **veelzijdige opgewaardeerde kaart**).

EMU: zie **Economische en Monetaire Unie**.

EONIA (euro overnight index average): een maatstaf voor de effectieve rente die van toepassing is op de interbancaire eurodaggeldmarkt. EONIA wordt berekend als een gewogen gemiddelde van de rente op in **euro** luidende kortlopende krediettransacties zonder onderpand, zoals meegedeeld door een groep van deelnemende banken.

EONIA-swaprente: een EONIA-**swap** is een overeenkomst tussen twee partijen om gedurende een van tevoren vastgestelde periode een reeks variabele betalingen, gekoppeld aan de EONIA, uit te wisselen tegen een reeks betalingen met een vaste rente. De rente op het vaste deel van deze soort swaps wordt de EONIA-swaprente genoemd, en weerspiegelt het verwachte gemiddelde niveau van de EONIA gedurende de looptijd van de swap. EONIA-swaps worden aangeboden met looptijden van één tot drie weken en één tot 12 maanden. Ze worden bilateraal over de toonbank verhandeld in de geldmarkt.

ERM II (exchange rate mechanism II): het wisselkoersarrangement dat het kader vormt voor samenwerking op het gebied van wisselkoersbeleid tussen landen van het **eurogebied** en de EU-lidstaten die niet vanaf de start van de derde fase van de **Economische en Monetaire Unie (EMU)** deel uitmaken van het eurogebied. Het lidmaatschap van ERM II is vrijwillig. Niettemin wordt verwacht dat de EU-lidstaten met een derogatie aan het wisselkoersarrangement deelnemen. Op dit ogenblik neemt de Deense kroon aan ERM II deel met een fluctuatiemarge van $\pm 2,25\%$ boven en onder zijn spilkoers ten opzichte van de **euro**. Interventies op de valutamarkt en financiering op de limietkoers van de standaard of smallere schommelingsmarges geschieden in principe automatisch en zijn ongelimiteerd, waarbij de financiering op zeer korte termijn beschikbaar is. De **Europese Centrale Bank (ECB)** en de deelnemende nationale centrale banken buiten het eurogebied kunnen de automatische interventie echter opschorten indien deze strijdig zou zijn met hun hoofddoelstelling, te weten het handhaven van **prijstabiliteit**.

EU-Raad: een instelling van de Europese Gemeenschap. De Raad bestaat uit vertegenwoordigers van de regeringen van de lidstaten, normaliter de ministers die bevoegd zijn voor de behandelde onderwerpen (derhalve is de Raad ook bekend als de Raad van Ministers). Wanneer de EU-Raad bijeenkomt in de samenstelling van de Ministers van Financiën en Economische Zaken wordt hij gewoonlijk **ECOFIN-Raad** genoemd. De EU-Raad kan ook bijeenkomen in de samenstelling van de staatshoofden en regeringsleiders (zie ook **Europese Raad**).

EUREPO: de rente waartegen een prime bank aan een andere prime bank kredieten in euro aanbiedt in ruil voor onderpand dat uitsluitend bestaat uit door landen van het eurogebied uitgegeven overheidsobligaties en -papier. De berekeningsmethode van de EUREPO is vergelijkbaar met die van de **EURIBOR**. De EUREPO is representatief voor de rente op de markten die handelen met onderpand (repo-markten), in tegenstelling tot de EURIBOR, die de toestand op de markt zonder onderpand weerspiegelt. Ook de groep van banken is verschillend.

EURIBOR (euro interbank offered rate): de rente waartegen een prime bank bereid is kredieten in **euro** te verlenen aan een andere prime bank. De EURIBOR wordt dagelijks berekend voor interbancaire deposito's met een looptijd van één tot drie weken en van één tot 12 maanden als het gemiddelde van de dagelijkse biedtarieven van een representatieve groep prime banks, afgerond op drie cijfers na de komma.

Euro Banking Association (EBA): een organisatie die een forum biedt om alle voor zijn leden belangrijke aangelegenheden inzake banken te onderzoeken en te bespreken, in het bijzonder de aangelegenheden die te maken hebben met het gebruik van de **euro** en het afwickelen van transacties in euro. De EBA heeft een clearing-onderneming opgericht (ABE Clearing, Société par Actions Simplifiée à capital variable) die de opdracht heeft vanaf 1 januari 1999 het Euro Clearing Systeem te beheren. Het Euro Clearing Systeem (Euro I) is de opvolger van het ECU Verrekenings- en Vereveningssysteem.

EURO STOXX: STOXX Limited publiceert de Dow Jones STOXX indices die het verloop van de aandelenkoersen in Europa als geheel meten. De Dow Jones EURO STOXX index is één lid van deze indices. Deze index aggregiert de koersen van een breed scala aan aandelen die uitsluitend afkomstig zijn van de landen die deel uitmaken van het **eurogebied**. Voorts omvat de Dow Jones EURO STOXX index drie soorten sectorindices (economische sector, marktsector en industriële groepen).

Euro: de naam van de Europese eenheidsmunt zoals die werd aangenomen door de **Europese Raad** in Madrid op 15 en 16 december 1995.

Eurogebied: het gebied dat die lidstaten omvat waar de **euro**, overeenkomstig het Verdrag, als gemeenschappelijke munteenheid werd aangenomen en waar, onder de verantwoordelijkheid van de **Raad van Bestuur** van de **Europese Centrale Bank (ECB)**, een gemeenschappelijk monetair beleid wordt gevoerd. Momenteel omvat het eurogebied België, Duitsland, Griekenland (dat toetrad op 1 januari 2001) Spanje, Frankrijk, Ierland, Italië, Luxemburg, Nederland, Oostenrijk, Portugal en Finland.

Eurogroep: informele vergadering van de leden van de **Ecofin-Raad** die de landen van het **eurogebied** vertegenwoordigen. De Eurogroep komt op regelmatige basis bijeen (gewoonlijk vóór de vergaderingen van de Ecofin-Raad) om aangelegenheden te bespreken die verband houden met de gedeelde verantwoordelijkheid van de landen van het eurogebied voor de gemeenschappelijke munt. De **Europese Commissie (Commissie van de Europese Gemeenschappen)** en, indien nodig, de **Europese Centrale Bank (ECB)** worden uitgenodigd om deel te nemen aan die vergaderingen.

European Payments Council (EPC): beheersorgaan dat bestaat uit 52 instellingen, waaronder commerciële banken, coöperatieve banken en spaarbanken, met als doel het tot stand brengen van een eengemaakte euro-betalingsruimte en het vertegenwoordigen van de Europese banksector in aangelegenheden met betrekking tot betalingssystemen. De eerste vergadering van de EPC werd gehouden op 17 juni 2002.

Europees Monetair Instituut (EMI): een tijdelijke instelling, opgericht bij de aanvang van de tweede fase van de **Economische en Monetaire Unie (EMU)** op 1 januari 1994. De twee voornaamste opdrachten van het EMI waren de samenwerking tussen de centrale banken en de coördinatie van het monetaire beleid versterken en de oprichting van het **Europees Stelsel van Centrale Bank (ESCB)** voorbereiden met het oog op het voeren van een gemeenschappelijk monetair beleid en de invoering van een eenheidsmunt in de derde fase. Op 1 juni 1998, bij de oprichting van de **Europese Centrale Bank (ECB)**, werd het EMI ontbonden.

Europees Parlement: bestaat uit 626 vertegenwoordigers van de burgers van de lidstaten. Het is een onderdeel van het wetgevende kader, maar met verschillende bevoegdheden, afhankelijk van de procedures volgens welke EU-wetgeving wordt aangenomen. In het kader van de **Economische en Monetaire Unie (EMU)** heeft het Parlement vooral adviserende bevoegd-

heden. Het **Verdrag** voorziet echter wel in bepaalde procedures voor de democratische verantwoording van de **Europese Centrale Bank (ECB)** aan het Parlement (presentatie van het Jaarverslag, algemeen debat over het monetaire beleid, hoorzittingen voor de bevoegde parlementscommissies).

Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB): bestaat uit de **Europese Centrale Bank (ECB)** en de nationale centrale banken (NCB's) van alle 15 lidstaten, dat wil zeggen dat het naast de leden van het **Eurosysteem** de NCB's omvat van de lidstaten die nog niet aan de **euro** deelnemen. Het ESCB wordt bestuurd door de **Raad van Bestuur** en de **Directie** van de ECB 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). Het ESR 1995 is een nieuwe versie van het Europese stelsel en werd in de loop van 1999 van toepassing overeenkomstig Verordening (EG) nr. 2223/96 van de Raad.

Europese Centrale Bank (ECB): de ECB bevindt zich in het centrum van het **Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB)** en het **Eurosysteem** en bezit rechtspersoonlijkheid ingevolge de communautaire regelgeving. Ze ziet erop toe dat de aan het Eurosysteem en het ESCB toevertrouwde taken worden uitgevoerd door middel van haar eigen werkzaamheden of die van de nationale centrale banken, zoals bepaald in de Statuten van het Europees Stelsel van Centrale Banken en de Europese Centrale Bank. De ECB wordt bestuurd door de **Raad van Bestuur**, de **Directie** en een derde besluitvormend orgaan, de **Algemene Raad**.

Europese Commissie (Commissie van de Europese Gemeenschappen): de instelling van de Europese Gemeenschap die belast is met de toepassing van de bepalingen van het **Verdrag**. De Commissie stippelt het communautaire beleid uit, stelt Gemeenschapswetgeving voor en heeft bevoegdheden ten aanzien van specifieke aangelegenheden. Op het gebied van het economisch beleid stelt de Commissie globale richtsnoeren voor de Gemeenschap voor en brengt zij verslag uit aan de **EU-Raad** omtrent de economische ontwikkelingen en het ter zake gevoerde beleid. Zij ziet toe op de overheidsfinanciën in het kader van het multilaterale toezicht en brengt verslag uit aan de Raad. De Commissie bestaat uit twintig leden en omvat twee staatsburgers van Duitsland, Spanje, Frankrijk, Italië en het Verenigd Koninkrijk en één van elk van de overige lidstaten.

Europese Raad: voorziet de Europese Unie van de nodige stimulansen bij haar ontwikkeling en bepaalt de algemene politieke uitgangspunten daarbij. De Raad is samengesteld uit de staatshoofden en regeringsleiders van de lidstaten en de Voorzitter van de **Europese Commissie (Commissie van de Europese Gemeenschappen)** (zie ook **EU-Raad**).

Euro-spilkoers: de officiële wisselkoers van de tot het **ERM II** behorende valuta's ten opzichte van de **euro**, waaromheen de ERM II-fluctuatiemarges zijn vastgelegd.

Eurostat: het statistisch bureau van de Europese Gemeenschappen. Eurostat maakt deel uit van de **Europese Commissie (Commissie van de Europese Gemeenschappen)** en is verantwoordelijk voor de aanmaak van de statistische gegevens over de Europese Gemeenschap.

Eurosysteem: omvat de **Europese Centrale Bank (ECB)** en de nationale centrale banken (NCB's) van de lidstaten die in de derde fase van de **Economische en Monetaire Unie** de

euro hebben aangenomen (zie ook **eurogebied**). Momenteel behoren twaalf NCB's tot het Eurosysteem. Het Eurosysteem wordt bestuurd door de **Raad van Bestuur** en de **Directie** van de ECB.

Fair value accounting (FVA): een waarderingsprincipe dat stelt dat de balanswaarde van financiële instrumenten moet worden bepaald door de marktprijs, als die bestaat, ofwel door een schatting van de marktprijs als de huidige waarde van de verwachte cashflow.

“Fine-tuning”-transactie: een door het **Eurosysteem** op niet-regelmatige basis uitgevoerde **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 leningen en deposito's tussen MFI's onderling) op de geaggregeerde balans van de MFI's. Ze verschaft statistische informatie over de activa en passiva van de MFI-sector ten opzichte van de niet tot de MFI-sector behorende ingezetenen van het **eurogebied** (de **algemene overheid** en andere ingezetenen van het eurogebied) en over externe activa en passiva (saldi ten opzichte van niet-ingezetenen van het eurogebied) van de MFI-sector. Deze geconsolideerde balans is de belangrijkste statistische bron voor de berekening van de **monetaire aggregaten** en vormt de basis voor de periodieke analyse van de tegenposten van **M3**.

Geharmoniseerde consumptieprijsindex (HICP): de door de **Raad van Bestuur** gehanteerde prijsmaatstaf voor de beoordeling van **prijstabiliteit**. Teneinde te voldoen aan de in het **Verdrag** vereiste meting aan de hand van een op een vergelijkbare basis samengestelde consumptieprijsindex, en rekening houdend met verschillen in de nationale definities, heeft de **Europese Commissie (Commissie van de Europese Gemeenschappen) (Eurostat)**, in nauwe samenwerking met de nationale instituten voor de statistiek, het **Europees Monetair Instituut** en later de **Europese Centrale Bank (ECB)**, de HICP uitgewerkt.

Geldmarkt: de markt waarin korte-termijnfondsen worden verzameld, belegd en verhandeld met behulp van instrumenten die gewoonlijk een oorspronkelijke looptijd van ten hoogste een jaar hebben.

Geldmarktfonds: een collectieve beleggingsinstelling die hoofdzakelijk belegt in geldmarktinstrumenten en/of andere overdraagbare schuldinstrumenten met een resterende looptijd van ten hoogste een jaar, en/of die een rendement nastreeft dat de rente op geldmarktinstrumenten benadert.

Girale deposito's: deposito's met een looptijd tot de volgende dag. Deze categorie van instrumenten bestaat voornamelijk uit direct opvraagbare deposito's die op verzoek volledig overdraagbaar zijn (via cheques en dergelijke), zonder significante vertraging, beperking of boete. Ze omvat tevens niet-overdraagbare deposito's die onmiddellijk of aan het einde van de volgende werkdag in geld kunnen worden omgezet.

Groep van deskundigen op hoog niveau inzake het vennootschapsrecht: door de **Europese Commissie (Commissie van de Europese Gemeenschappen)** in september 2001 opgericht om aanbevelingen te doen over een modern regelgevend kader voor het vennootschapsrecht in de Europese Unie. In januari 2002 stelde de groep een rapport voor over onderwerpen in verband met de Richtlijn Overnamebiedingen. In April 2002 werd het mandaat

van de groep uitgebreid tot een aantal specifieke onderwerpen inzake bedrijfsbeheer en -controle.

Grote betalingen: betalingen waarmee in het algemeen zeer hoge bedragen zijn gemoeid, die hoofdzakelijk tussen banken of tussen financiële-marktpartijen worden uitgewisseld en die gewoonlijk een snelle en tijdige verevening vergen.

Handelskredieten en transitorische posten: financiële passiva die ontstaan als tegenboeking van een financiële of niet-financiële transactie indien er sprake is van een tijdsverschil tussen deze transactie en de daarmee samenhangende betaling.

Huishoudens: een van de institutionele sectoren in het **Europees Systeem van Rekeningen 1995 (ESR 1995)**. De sector huishoudens omvat personen of groepen van personen in hun hoedanigheid van consument, maar mogelijk ook als ondernemer (d.w.z. eenmanszaken en personenvennootschappen zonder rechtspersoonlijkheid). Instellingen zonder winstoogmerk ten behoeve van huishoudens zijn in het ESR 1995 een aparte institutionele sector, alhoewel ze in de statistieken vaak met de huishoudens worden samengevoegd.

ICBE: instelling met als enige doelstelling het collectief beleggen in overdraagbare effecten van bij het publiek aangetrokken kapitaal, waarvan de participaties, op verzoek van de houders worden ingekocht of terugbetaald uit de activa van de instelling.

Impliciete rentevolatiliteit: een maatstaf van de verwachte volatiliteit van de toekomstige korte en lange rente, die kan worden afgeleid uit prijzen voor **opties**. Bij een bepaalde marktprijs voor een rente-optie kan de impliciete volatiliteit worden afgeleid door gebruik te maken van een standaard optie-prijsformule die uitdrukkelijk afhangt van, onder meer, de verwachte volatiliteit van de onderliggende activaprijs gedurende de periode tot de vervaldatum van de optie. De onderliggende activa kunnen futurescontracten zijn op korte-rentetarieven, bijvoorbeeld de drie-maands **EURIBOR**, of op langlopende overheidsobligaties zoals de Duitse tienjaars Bunds. Indien de nodige hypothesen worden gemaakt, kan de impliciete volatiliteit worden geïnterpreteerd als de door de markt verwachte volatiliteit tijdens de resterende termijn van de optie.

Impliciete volatiliteit op de aandelenmarkt: een maatstaf van de verwachte volatiliteit van de aandelenprijzen, die kan worden afgeleid uit de prijzen voor **opties**. Bij een bepaalde marktprijs voor een aandelenoptie kan de impliciete volatiliteit worden afgeleid door gebruik te maken van een standaard optie-prijsformule die uitdrukkelijk afhangt van, onder meer, de verwachte volatiliteit van de onderliggende activaprijs gedurende de periode tot de vervaldatum van de optie. De onderliggende activa kunnen aandelenmarktindices zijn, zoals de Dow Jones **EURO STOXX 50**-index. Indien de nodige hypothesen worden gemaakt, kan de impliciete volatiliteit worden geïnterpreteerd als de door de markt verwachte volatiliteit tijdens de resterende termijn van de optie.

Impliciete volatiliteit op de obligatiemarkt: een maatstaf van de verwachte volatiliteit van de prijzen van obligaties (of van futures-contracten op obligaties), die kan worden afgeleid uit prijzen voor **opties**. Bij een bepaalde marktprijs voor een obligatie-optie kan de impliciete volatiliteit worden afgeleid door gebruik te maken van een standaard optie-prijsformule die uitdrukkelijk afhangt van, onder meer, de verwachte volatiliteit van de onderliggende activaprijs gedurende de periode tot de vervaldatum van de optie. De onderliggende activa kunnen obligaties zijn, zoals de Duitse tienjaars Bund, of obligatie-futurescontracten. Bij passende hypothesen kan de impliciete volatiliteit worden geïnterpreteerd als de door de markt verwachte volatiliteit tijdens de resterende termijn van de optie.

Interbancair betalingssysteem: een **betalingssysteem** waarbij de meeste (of alle) rechtstreekse deelnemers **kredietinstellingen** zijn.

International Accounting Standards Board (IASB): een in Londen gevestigde, onafhankelijke, particulier gefinancierde instelling die zich bezighoudt met het opstellen van boekhoudkundige normen.

International accounting standards: door de **International Accounting Standards Board (IASB)** gepubliceerde richtlijnen, die afdwingbare wereldwijde normen zijn voor het verstrekken van doorzichtige en vergelijkbare informatie in financiële rekeningen voor algemene doelstellingen. In april 2001 kondigde de IASB aan dat haar boekhoudkundige normen in de toekomst **international financial reporting standards** zouden worden genoemd.

International financial reporting standards: zie **international accounting standards**.

Internationale investeringspositie (i.i.p.) (of externe actief- of passiefpositie): de waarde en samenstelling van de voorraad van financiële vorderingen en financiële verplichtingen van een economie ten opzichte van de rest van de wereld. Momenteel wordt de i.i.p. van het eurogebied op nettobasis samengesteld uit de geaggregeerde nationale gegevens.

Internationale reserves van het Eurosysteem: omvatten de reserves van de **Europese Centrale Bank (ECB)** en de door de nationale centrale banken (NCB's) van de eurolanden aangehouden reserves. De reserves moeten effectief onder het toezicht staan van de bevoegde monetaire autoriteit, hetzij de ECB of de NCB van een van de eurolanden, en betrekking hebben op zeer liquide, verhandelbare en kredietwaardige – in vreemde valuta's (niet in **euro**) luidende – vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied, plus goud, bijzondere trekkingsrechten en de reserveposities van de NCB's van de eurolanden in het Internationaal Monetair Fonds.

Kandidaat-lidstaten: momenteel worden 13 landen in Midden- en Oost-Europa en in het Middellandse-Zeegebied door de **Europese Raad** erkend als kandidaten voor toetreding tot de Europese Unie (EU). De volgende tien landen werden uitgenodigd om op 1 mei 2004 tot de EU toe te treden, na de ondertekening en ratificatie van het Toetredingsverdrag: Tsjechië, Estland, Cyprus, Letland, Litouwen, Hongarije, Malta, Polen, Slovakije en Slovenië. Twee andere landen, Bulgarije en Roemenië, hebben reeds toetredingsonderhandelingen aangeknoopt en zouden normaliter in 2007 tot de EU kunnen toetreden. Met Turkije, dat eveneens een officiële toetredingskandidaat is en betrokken is bij de Economische Dialoog met de EU, zijn de onderhandelingen voor de toetreding nog niet begonnen. Waar dit Jaarverslag gewag maakt van kandidaat-lidstaten, worden de 12 landen bedoeld waarmee de onderhandelingen omtrent het EU-lidmaatschap afgerond of aan de gang zijn.

Koppelingssysteem (interlinking): één van de onderdelen van het **TARGET**-systeem. Dit begrip wordt gebruikt om de infrastructuur en procedures aan te duiden die binnenlandse **real-time bruto-vereveningssystemen (RTBV)** aan elkaar koppelen om de verwerking van grensoverschrijdende betalingen binnen TARGET mogelijk te maken.

Kredietinstelling: een instelling zoals gedefinieerd in artikel 1, lid 1, van de Richtlijn 2000/12/EG van het **Europees Parlement** en de Raad van 20 maart 2000 betreffende de toegang tot en de uitoefening van de werkzaamheden van kredietinstellingen, gewijzigd door de Richtlijn 2000/28/EG van het Europees Parlement en de Raad van 18 september 2000. Volgens die definitie is een kredietinstelling (i) een onderneming waarvan de werkzaamheden bestaan

in het van het publiek in ontvangst nemen van deposito's of van andere terugbetaalbare gelden en het verlenen van kredieten voor eigen rekening, of (ii) een niet onder (i) ressorterende onderneming of elke andere rechtspersoon die betaalmiddelen in de vorm van elektronisch geld uitgeeft. "Elektronisch geld" betekent een monetaire waarde in de vorm van een vordering op de uitgever, die (a) wordt opgeslagen op een elektronisch medium; (b) wordt uitgegeven tegen ontvangst van fondsen ten bedrage van niet minder dan de uitgegeven monetaire waarde; en (c) als betalingsmiddel wordt aanvaard door andere ondernemingen dan de uitgever.

Kredietverlening aan ingezetenen van het eurogebied: een brede maatstaf van de financiering verstrekt door de sector **Monetaire Financiële Instellingen (MFI's)** van het eurogebied aan niet tot de MFI-sector behorende ingezetenen van het **eurogebied** (waaronder de **algemene overheid** en andere ingezetenen van het eurogebied). Ze wordt gedefinieerd als door MFI's verstrekte leningen en door MFI's aangehouden effecten. Deze laatste omvatten aandelen, andere deelbewijzen en **schuldbewijzen** uitgegeven door niet tot de MFI-sector behorende ingezetenen van het eurogebied.

Langerlopende financiële passiva van de MFI-sector in het eurogebied: deze niet-monetaire passiva omvatten **deposito's met een vaste looptijd** van meer dan twee jaar, **deposito's met een opzegtermijn** van meer dan drie maanden, **schuldbewijzen** met een oorspronkelijke looptijd van meer dan twee jaar en het kapitaal en de reserves van de sector van de **Monetaire Financiële Instellingen (MFI's)** in het eurogebied.

Langerlopende herfinancieringstransactie: een op regelmatige basis door het **Euro-systeem** uitgevoerde **open-markttransactie** in de vorm van een **transactie met wederinkoop**. Langerlopende herfinancieringstransacties worden uitgevoerd via maandelijkse **standaardtenders** en hebben een looptijd van drie maanden.

Levering tegen betaling: een mechanisme bij een **effectentransactiesysteem** dat waarborgt dat de levering van activa (effecten of andere financiële instrumenten) slechts na betaling geschiedt.

"Link" tussen effectentransactiesystemen: procedures en regelingen tussen **effectentransactiesystemen** voor de overdracht van effecten via elektronische weg. Als alternatief voor het **correspondentbanken-systeem** gebruikt het **Eurosysteem** koppelingen voor het grensoverschrijdend mobiliseren van **onderpand**.

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

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

MFI-rentetarieven: de rentevoeten die door ingezeten kredietinstellingen en andere instellingen worden toegepast op in euro luidende deposito's en leningen ten opzichte van in de landen van het eurogebied ingezeten huishoudens en niet-financiële vennootschappen. De vereisten voor de rentestatistieken van de MFI-sector zijn vastgelegd in Verordening ECB/2001/18 van 20 december 2001. De niet-geharmoniseerde statistieken, die worden samengesteld volgens een korte-termijnbenadering, waarbij gebruik wordt gemaakt van reeds bestaande nationale bancaire-rentestatistieken, worden **bancaire retailrentetarieven** genoemd.

Minimale inschrijvingsrente: de laagste rentevoet waartegen de **tegenpartijen** mogen inschrijven op variabele-rentetenders voor de **basis-herfinancieringstransacties**. Als een van de **belangrijkste ECB-rentetarieven** heeft deze rente momenteel de rol overgenomen die de rente voor vaste-rentetenders voordien vervulde.

Monetair inkomen: het inkomen dat de nationale centrale banken bij de uitoefening van de monetaire beleidstaken van het **Eurosysteem** verkrijgen uit activa die conform de richtlijnen van de **Raad van Bestuur** worden geoormerkt en aangehouden als tegenpost voor de in omloop zijnde bankbiljetten en de depositoverplichtingen aan **kredietinstellingen**.

Monetaire aggregaten: de **chartale geldomloop** plus de uitstaande bedragen van een aantal passiva van de **Monetaire Financiële Instellingen (MFI's)** en de centrale overheid met een relatief hoge liquiditeitsgraad, die worden aangehouden door niet tot de MFI-sector behorende ingezetenen van het **eurogebied** buiten de sector van de centrale overheid. Het enge monetaire aggregaat **M1** werd gedefinieerd als de geldomloop plus **girale deposito's**. Het "intermediaire" monetaire aggregaat **M2** omvat M1 plus **deposito's met een vaste looptijd** tot en met twee jaar en **deposito's met een opzegtermijn** tot en met drie maanden. Het ruime monetaire aggregaat **M3** bestaat uit M2 plus **repo-transacties, aandelen en participaties in geldmarktfondsen** alsook geldmarktpapier en **schuldbewijzen** met een looptijd tot en met twee jaar die door MFI's zijn uitgegeven. In oktober 1998 kondigde de **Raad van Bestuur** een referentiewaarde aan voor de jaarlijkse groei van M3, die ondertussen opnieuw werd bevestigd (zie ook **referentiewaarde voor de monetaire groei**).

Monetaire Financiële Instellingen (MFI's): financiële instellingen die de gelduitgevende sector van het **eurogebied** uitmaken. Ze omvatten het **Eurosysteem**, ingezeten **kredietinstellingen** (zoals gedefinieerd in de communautaire regelgeving) en alle andere ingezeten financiële instellingen die er hun bedrijf van maken deposito's en/of nauwe substituten van deposito's aan te trekken van andere entiteiten dan MFI's en die voor eigen rekening (tenminste in economische zin) krediet verstrekken en/of beleggen in effecten. De laatstgenoemde groep bestaat hoofdzakelijk uit **geldmarktfondsen**. Eind 2002 telde het eurogebied 8.545 MFI's (13 centrale banken, 6.907 kredietinstellingen, 1.620 geldmarktfondsen en vijf andere financiële instellingen).

Monetary policy strategy: de monetaire-beleidsstrategie van de **Europese Centrale Bank (ECB)** berust op de kwantitatieve definitie van **prijstabiliteit** en twee analytische kaders ("pijlers") die bijdragen tot de beoordelingen van de risico's voor de toekomstige prijsstabiliteit. In de eerste pijler speelt geld een belangrijke rol: monetaire en kredietontwikkelingen worden grondig geanalyseerd op hun informatieve waarde. Deze pijler bevat een **referentiewaarde voor de geldgroei** en een aantal modellen waarin monetaire en kredietontwikkelingen een rol spelen in het bepalen of voorspellen van prijsontwikkelingen. De tweede pijler berust op de analyse van een breed scala van andere economische en financiële variabelen. Hij bevat verschillende modellen waarin kostendruk en de relatie tussen aanbod en vraag in goederen-, diensten- en arbeidsmarkten de prijsontwikkelingen bepalen.

Netto externe activa van de MFI-sector: door de **Monetaire Financiële Instellingen (MFI's) van het eurogebied** aangehouden externe activa, minus externe passiva van de MFI-sector in het eurogebied. Door Monetaire Financiële Instellingen in het eurogebied aangehouden externe activa omvatten voornamelijk goud, door hen aangehouden niet-eurobankbiljetten en door niet-ingezetenen van het eurogebied uitgegeven schuldbewijzen, alsook aan niet-ingezetenen van het eurogebied verstrekte leningen (inclusief bij buiten het eurogebied gevestigde banken aangehouden deposito's). Externe passiva van de MFI-sector in het eurogebied omvat-

ten hoofdzakelijk door niet-ingezetenen van het eurogebied aangehouden deposito's en van niet-ingezetenen van het eurogebied ontvangen leningen. Wijzigingen in de netto externe activa van de MFI-sector in het eurogebied zijn in hoofdzaak het gevolg van transacties tussen niet-MFI's van het eurogebied en niet in het eurogebied gevestigde **tegenpartijen**, waarvoor de MFI-sector als tussenpersoon optreedt.

Netto-vereveningssysteem: een **betalingssysteem** waarbij de vereveningstransacties worden verricht op een bilaterale of multilaterale nettobasis.

Niet-financiële vennootschappen: een van de institutionele sectoren in het **Europees Systeem van Rekeningen 1995 (ESR 1995)**. Deze sector bestaat uit institutionele eenheden waarvan de verdelingstransacties en financiële transacties gescheiden zijn van die van hun eigenaars. Niet-financiële vennootschappen omvatten alle instellingen met rechtspersoonlijkheid die marktproducent zijn en waarvan de hoofdactiviteit bestaat uit de productie van goederen en niet-financiële diensten.

Nikkei 225-index: een index van de 225 belangrijkste, in de eerste markt van de Tokyo Stock Exchange genoteerde Japanse bedrijven. De index is gewogen op basis van de marktkapitalisatie (dit betekent dat de prijs van elk aandeel wordt vermenigvuldigd met het aantal uitstaande aandelen), zodat het gewicht van elk aandeel in de index evenredig is met de marktwaarde ervan.

Obligatiemarkt: de markt waarin langerlopende **schuldbewijzen**, d.w.z. schuldbewijzen met een oorspronkelijke looptijd van meer dan een jaar, worden uitgegeven en verhandeld.

Onderpand: activa die in pand zijn gegeven (bijvoorbeeld door **kredietinstellingen** aan centrale banken) als garantie voor de aflossing van leningen, alsook activa verkocht (bijvoorbeeld door kredietinstellingen aan centrale banken) in het kader van **repo-transacties**.

Ongedekte obligatie: een obligatie die enkel gedekt wordt door de integriteit van de debiteur en niet door **onderpand**.

Open-markttransactie: een op initiatief van de centrale bank op de financiële markten uitgevoerde transactie in één van de volgende vormen: (i) rechtstreekse aan- of verkoop van activa (contant of op termijn); (ii) koop of verkoop van activa krachtens een **repo-overeenkomst**; (iii) lening op **onderpand** van beleenbare activa; (iv) uitgifte van schuldbewijzen van de centrale bank; (v) aantrekken van **termijndeposito's**; of (vi) deviezenswaps tussen nationale en vreemde valuta's.

Optie: een optie is een financieel instrument dat de bezitter het recht geeft, maar niet de verplichting oplegt, een specifiek onderliggend activum (b.v. een obligatie of een aandeel) tegen een vooraf bepaalde prijs (de uitoefenprijs) te kopen of te verkopen op of tot een zekere toekomstige datum (de uitoefen- of vervaldatum). Een call-optie geeft de houder het recht het onderliggende activum te kopen tegen een overeengekomen uitoefenprijs, terwijl een put-optie de houder het recht geeft dat activum te verkopen tegen een afgesproken uitoefenprijs.

Pensioenfond reserves van niet-financiële vennootschappen: door niet-financiële vennootschappen aangelegde provisies of vergelijkbare middelen om de pensioenen van hun werknemers te betalen (de zogeheten niet-autonome pensioenfondsen).

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

Prijsstabiliteit: het handhaven van de prijsstabiliteit is de voornaamste doelstelling van de **Europese Centrale Bank (ECB)**. In oktober 1998 publiceerde de **Raad van Bestuur** een kwantitatieve definitie van prijsstabiliteit om duidelijk richting te geven aan de verwachtingen ten aanzien van de prijsontwikkelingen. De Raad van Bestuur definieerde prijsstabiliteit als een jaarlijkse stijging van de **geharmoniseerde consumptieprijsindex (HICP)** voor het **eurogebied** met minder dan 2%. De Raad van Bestuur kondigde aan dat de prijsstabiliteit volgens die definitie op middellange termijn dient te worden gehandhaafd. De definitie bakent een bovengrens af voor het gemeten inflatietempo en tegelijkertijd geeft het woord “stijging” in de definitie aan dat deflatie, dat wil zeggen langdurige dalingen van het HICP-peil, niet verenigbaar wordt geacht met prijsstabiliteit.

Primair saldo: nettofinancieringsbehoefte of -vermogen van de overheid exclusief rentebetalingen op geconsolideerde overheidsschulden.

Procedure bij buitensporige tekorten: de bepaling in Artikel 104 van het **Verdrag**, die nader wordt toegelicht in 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 vereisten voor het begrotingssaldo of de overheidsschuld is voldaan. Ze wordt aangevuld door een Verordening van de **Europese Raad** inzake de bespoediging en verduidelijking van de toepassing van de procedure bij buitensporige tekorten, die deel uitmaakt van het **Stabiliteits- en Groeipact**.

Projecties: de resultaten van door de staf van het **Eurosysteem** uitgevoerde prognoses van mogelijke toekomstige macro-economische ontwikkelingen in het **eurogebied**. De projecties voor het eurogebied worden op dezelfde manier samengesteld als de projecties van de individuele lidstaten. Ze maken deel uit van de tweede pijler van de **monetaire-beleidsstrategie** van de **Europese Centrale Bank (ECB)** en zijn één van de verschillende invalshoeken voor de beoordeling van de **Raad van Bestuur** inzake de **risico's voor prijsstabiliteit**.

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

Raad van Ministers: zie **EU-Raad**.

“Real-time” brutovereenigingssysteem (RTBV-systeem): een brutovereenigingssysteem waarbij betalingsopdrachten één-voor-één en continu verwerkt en verevend worden (zonder saldering). Zie ook **TARGET**-systeem.

Rechtstreekse aan- of verkoop van waardepapier: een transactie waarbij activa tot hun vervaldag op de markt worden aangekocht of verkocht (contant of op termijn).

Referentiewaarde voor de begrotingspositie: protocol nr. 20 van het **Verdrag** betreffende de **procedure bij buitensporige tekorten** formuleert expliciete referentiewaarden

voor de **tekortquote van de algemene overheid** (3% bbp) en de **schuldquote** (60% bbp) (zie ook **Stabiliteits- en groeipact**).

Referentiewaarde voor de monetaire groei: de **Raad van Bestuur** kent de geldhoeveelheid een vooraanstaande rol toe bij de uitvoering van zijn gemeenschappelijk monetair beleid, wat impliceert dat de **monetaire aggregaten** en hun tegenposten grondig worden geanalyseerd wat betreft de informatie die ze bevatten voor de toekomstige prijsontwikkelingen. Dit wordt tot uitdrukking gebracht door de bekendmaking van een referentiewaarde voor de groei van het monetaire aggregaat **M3**. De referentiewaarde is afgeleid op een wijze die verenigbaar is met en bevorderlijk voor **prijsstabiliteit**, zoals die door de Raad van Bestuur is gedefinieerd, en berust op middellange-termijnhypotheseën inzake de trendmatige groei van het reële bbp en de trendmatige omloopsnelheid van M3. Aanzienlijke of langdurige afwijkingen van de M3-groei ten opzichte van de referentiewaarde duiden, onder normale omstandigheden, op risico's voor de prijsstabiliteit op de middellange termijn. Het bestaan van een referentiewaarde houdt echter niet in dat de Raad van Bestuur verplicht zou zijn afwijkingen van de M3-groei ten opzichte van de referentiewaarde mechanisch te corrigeren.

Repo-overeenkomst: een overeenkomst om een activum te verkopen en het tegen een bepaalde 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 eigendom van de effecten niet door de verkoper wordt behouden. Repo-overeenkomsten behoren tot **M3** ingeval de verkoper een **Monetaire Financiële Instelling (MFI)** is en de **tegenpartij** een niet tot de MFI-sector behorende ingezetene van het **eurogebied**.

Reports on the Observance of Standards and Codes (ROSC-rapportages): in deze rapporten beoordelen het IMF en de Wereldbank in welke mate een lidstaat voldoet aan internationaal aanvaarde standaarden en codes met betrekking tot de volgende 12 thema's: gegevensverspreiding, begrotingstransparantie, transparantie van het monetaire en financiële beleid, banktoezicht, effecten, verzekeringen, betalingssystemen, deugdelijk bestuur, boekhouding, auditing, insolventie en crediteurenrechten, alsook maatregelen tegen het witwassen van geld en de financiering van het terrorisme. ROSC-rapportages worden voorbereid en gepubliceerd op verzoek van de IMF-lidstaat.

Repo-transactie (repo): een liquiditeitsverschaffende **transactie met wederinkoop** die gebaseerd is op een **repo-overeenkomst**.

Reservebasis: de som van de balansposten (met name passiva) die de basis vormen voor de berekening van de **reserveverplichtingen** van een **kredietinstelling**.

Reserveratio: een door de centrale bank vastgesteld percentage voor elke categorie balansposten die deel uitmaken van de **reservebasis**. De reserveratio's worden gebruikt voor de berekening van de **reserveverplichtingen**.

Reserveverplichting: de aan **kredietinstellingen** opgelegde verplichting minimumreserves aan te houden bij de centrale bank. In het stelsel van reserveverplichtingen van het **Euro-systeem** wordt de reserveverplichting van een kredietinstelling berekend door de **reserveratio** voor elke categorie in de **reservebasis** opgenomen posten te vermenigvuldigen met het bedrag van die posten in de balans van de instelling. Daarnaast is het instellingen toegestaan een **vaste aftrek** in mindering te brengen van hun reserveverplichtingen.

Schuldbewijzen: deze effecten vertegenwoordigen een belofte van de emittent (kredietnemer) om op een bepaald tijdstip of bepaalde tijdstippen in de toekomst een of meerdere betalingen aan de houder (kredietverstrekker) te doen. Doorgaans dragen ze een specifieke rente (coupon); in het andere geval worden ze verkocht op discountbasis. De inkomsten voor de houders van schuldbewijzen bestaan derhalve uit alle ontvangsten van couponbetalingen en het verschil tussen de aankoopprijs van de obligatie en de marktwaarde bij verkoop of op de vervaldag. Ze zijn overdraagbaar en kunnen worden verhandeld op secundaire markten, maar verlenen de houder geen eigendomsrechten in de emitterende instelling. Geldmarktpapier en in principe ook onderhandse plaatsingen worden opgenomen in de emissiestatistieken voor schuldbewijzen van de **Europese Centrale Bank (ECB)**.

Schuldfinanciering van de niet-financiële sectoren in het eurogebied: omvat de schuldfinanciering van **huishoudens, niet-financiële vennootschappen** en de **algemene overheid** en kan de volgende vormen aannemen: door **Monetaire Financiële Instellingen (MFI's)** in het **eurogebied** en andere financiële instellingen verstrekte leningen; door niet-financiële vennootschappen en de algemene overheid uitgegeven **schuldbewijzen; pensioenfond reserves van niet-financiële vennootschappen**; en depositoverplichtingen van de **centrale overheid**. Niet inbegrepen zijn leningen van de algemene overheid, buiten het eurogebied gevestigde niet-financiële vennootschappen of banken, financiële derivaten, aandelen, overige deelbewijzen en **handelskredieten en transitorische posten**. Op jaarbasis kan een bredere maatstaf voor deze schuldfinanciering worden berekend, die ook leningen van niet-financiële sectoren en van buiten het eurogebied gevestigde banken omvat.

Schuldquote: het onderwerp van een van de begrotingscriteria voor het bepalen van het bestaan van een buitensporig tekort, zoals vastgelegd in artikel 104, lid 2 van het **Verdrag**. Deze ratio wordt gedefinieerd als de verhouding tussen de overheidsschuld en het bruto binnenlands product tegen marktprijzen, terwijl het begrip overheidsschuld in protocol nr. 20 (over de procedure bij buitensporige tekorten) wordt gedefinieerd als de totale aan het eind van het jaar uitstaande brutoschuld tegen nominale waarde, geconsolideerd tussen en binnen de sectoren van de **algemene overheid**.

Snelle tender: de door het **Eurosysteem** gehanteerde tenderprocedure voor **“fine-tuning”-transacties**. Snelle tenders worden binnen een tijdspanne van één uur uitgevoerd met een beperkt aantal **tegenpartijen**.

Sovereign Debt Restructuring Mechanism (SDRM): een initiatief van het IMF om een wettelijk kader in te stellen voor de herstructurering van externe overheidsschuld. Het SDRM is bedoeld om het voor debiteuren en crediteuren makkelijker te maken snel tot een uitgebreide overeenkomst te komen in geval van een zware schuldenlast.

Stabiliteits- en groeipact: omvat twee verordeningen van de **Europese Raad** inzake (i) versterking van het toezicht op begrotingssituaties en het toezicht op en de coördinatie van het economisch beleid en (ii) de bespoediging en verduidelijking van de tenuitvoerlegging van de procedure bij buitensporige tekorten, alsook een op de Top in Amsterdam op 17 juni 1997 goedgekeurde Resolutie van de **Europese Raad** betreffende het Stabiliteits- en Groeipact. Het pact heeft tot doel in de derde fase van de **Economische en Monetaire Unie (EMU)** gezonde overheidsfinanciën te garanderen om betere voorwaarden te creëren voor **prijstabiliteit** en sterke en duurzame groei, en aldus de werkgelegenheid te bevorderen. Meer in het bijzonder zijn als doelstelling op de middellange termijn begrotingssituaties vereist die vrijwel in evenwicht zijn of een overschot vertonen. Hierdoor zullen de lidstaten in staat zijn normale conjunctuurschommelingen te ondervangen zonder dat hun overheidstekort de referentie-

waarde van 3% bbp overschrijdt. Overeenkomstig het stabiliteits- en groeipact dienen landen die aan de EMU deelnemen **stabiliteitsprogramma's** in, terwijl niet-deelnemende landen **convergentieprogramma's** blijven verstrekken.

Stabiliteitsprogramma's: door de landen van het **eurogebied** meegedeelde middellange-termijnplannen van de regeringen en hypothesen in verband met de ontwikkeling van belangrijke economische variabelen, die moeten leiden tot de verwezenlijking van de in het **stabiliteits- en groeipact** omschreven middellange-termijndoelstelling van een begroting die vrijwel in evenwicht is of een overschot vertoont. De nadruk ligt op maatregelen ter sanering van de begrotingssaldi alsook op de onderliggende economische scenario's. De stabiliteitsprogramma's moeten jaarlijks worden bijgewerkt. Ze worden onderzocht door de **Europese Commissie (Commissie van de Europese Gemeenschappen)** en het **Economisch en Financieel Comité (EFC)**. Hun verslagen vormen de basis voor een beoordeling door de **ECOFIN-Raad**, die in het bijzonder nagaat of de in het programma vermelde begrotingsdoelstelling op de middellange termijn in overeenstemming is met een begrotingspositie van nabij evenwicht of in overschot en voorziet in een veiligheidsmarge die groot genoeg is om een buitensporig begrotingstekort te voorkomen. Landen die niet aan het eurogebied deelnemen, moeten jaarlijks, overeenkomstig het Stabiliteits- en Groeipact, convergentieprogramma's voorleggen.

Standaardtender: een tenderprocedure die door het **Eurosysteem** wordt gebruikt bij op regelmatige basis uitgevoerde **open-markttransacties**. Standaardtenders worden uitgevoerd in een tijdsbestek van 24 uur. Alle **tegenpartijen** die aan de algemene voorwaarden voldoen, mogen inschrijven op standaardtenders.

Standard & Poor's 500-index: Standard & Poor's publiceert een aantal indices, die een maatstaf vormen voor de ontwikkelingen van de aandelenkoersen in de Verenigde Staten als geheel. De Standard & Poor's 500-index maakt deel uit van die groep indices. Hij bestaat uit 500 aandelen, geselecteerd op basis van marktkapitalisatie, liquiditeit en representativiteit van bedrijfstakken. De index is gewogen op basis van de marktkapitalisatie (dit betekent dat de prijs van elk aandeel wordt vermenigvuldigd met het aantal uitstaande aandelen), zodat het gewicht van elk aandeel in de index evenredig is met de marktwaarde ervan.

Stress tests: analyse van de prestaties van een investeringsstrategie bij bepaalde hypothesen over ongunstige veranderingen in relevante risicofactoren (bijvoorbeeld hoge volatiliteit en correlatie tussen activaklassen).

Surpluspercentage: een op onderliggende activa in **transacties met wederinkoop** toegepaste risicobeheersingsmaatregel waarmee de centrale bank de waarde van de onderliggende activa berekent als hun marktwaarde, verminderd met een bepaald percentage (surplus). Het **Eurosysteem** past surpluspercentages toe op basis van kenmerken van de specifieke activa, zoals hun resterende looptijd.

TARGET2: tweede generatie van het **TARGET**-systeem die zal worden ontwikkeld met het oog op de toenemende financiële integratie binnen het **eurogebied**. De voornaamste doelstellingen van TARGET2 zijn (i) beter voorzien in de behoeften van de cliënten door het aanbieden van een sterk geharmoniseerde dienstverlening, (ii) kosteneffectiviteit waarborgen en (iii) voorbereid zijn op een snelle aanpassing aan toekomstige ontwikkelingen, waaronder de uitbreiding van de Europese Unie en van het **Eurosysteem**. In TARGET2 zullen de NCB's verantwoordelijk blijven voor de rekeningen en zakenrelaties met de **kredietinstellingen**.

TARGET-systeem (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer): het Real-Time Brutovereveningssysteem (RTBV) voor de **euro**. Het is een gedecentraliseerd systeem dat bestaat uit 15 nationale RTBV-systemen en het betalingsmechanisme van de **Europese Centrale Bank (ECB)**. Deze zijn onderling verbonden via gemeenschappelijke procedures (“**interlinking**”) teneinde in de gehele Europese Unie de uitwisseling van grensoverschrijdende betalingen van het ene systeem naar het andere mogelijk te maken.

Tegenpartij: de andere partij bij een financiële transactie (bijvoorbeeld elke partij die een transactie aangaat met de centrale bank).

Tekortquote: het onderwerp van een van de begrotingscriteria voor het bepalen van het bestaan van een buitensporig tekort, zoals vastgelegd in artikel 104, lid 2, van het **Verdrag**. Deze ratio wordt gedefinieerd als de verhouding tussen het voorziene of feitelijke overheids-tekort en het bruto binnenlands product tegen marktprijzen, terwijl het overheidstekort in protocol nr. 20 (over de procedure bij buitensporige tekorten) wordt gedefinieerd als het nettofinancieringstekort van de **algemene overheid**.

Transactie met wederinkoop: een transactie waarbij de centrale bank activa koopt of verkoopt krachtens **een repo-overeenkomst** of kredieten verleent tegen **onderpand**.

UMTS (Universal Mobile Telecommunications System): systeem voor “derde-generatie” mobiele communicatie. De licenties voor mobiele-communicatiefrequenties worden door de regeringen van de Europese Unie aan telecommunicatiebedrijven verkocht of toegewezen.

Value at Risk (VaR): een risicomaatstaf voor het maximale verlies op een portefeuille gedurende een specifieke periode bij een bepaald risiconiveau.

Variatiemarge (of waardering volgens marktwaarde): het **Eurosysteem** vereist dat door de tijd heen een specifieke marge wordt gehandhaafd op de onderliggende activa die worden gebruikt in zijn liquiditeitsverschaffende **transacties met wederinkoop**. Dit houdt in dat als een regelmatig gemeten marktwaarde van de onderliggende activa onder een bepaald peil daalt, de **tegenpartijen** in additionele activa (of contanten) moeten voorzien, en dat, als de marktwaarde van de onderliggende activa na een herwaardering stijgt tot meer dan het door een tegenpartij aangehouden bedrag plus de variatiemarge, de centrale bank de overtollige activa (of contanten) aan de tegenpartij moet terugbezorgen.

Vaste aftrek: een vast bedrag dat een **kredietinstelling** in mindering mag brengen bij de berekening van haar **reserveverplichtingen** in het kader van het stelsel van reserveverplichtingen van het **Eurosysteem**.

Veelzijdige opgewaardeerde kaart: een kaart waarin waarde is opgeslagen en die voor een brede waaier van betalingen kan worden gebruikt. In principe is een dergelijke kaart zowel in het binnen- als in het buitenland geldig, hoewel het gebruik ervan soms tot een bepaald gebied is beperkt. Een veelzijdige oplaadbare kaart is ook bekend onder de benaming elektronische portemonnee (zie ook **elektronisch geld (e-money)**).

Verdrag: deze term verwijst naar het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap. Het Verdrag is ondertekend in Rome op 25 maart 1957 en werd van kracht op 1 januari 1958. Met dit Verdrag, dat ook wel het “Verdrag van Rome” wordt genoemd, werd de Europese Economische Gemeenschap (EEG) – thans de Europese Gemeenschap – opgericht. Het Verdrag

betreffende de Europese Unie (dat ook bekendstaat als het “Verdrag van Maastricht”) werd op 7 februari 1992 ondertekend en werd van kracht op 1 november 1993. Ingevolge het Verdrag betreffende de Europese Unie, dat een aanpassing inhield van het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap, werd de Europese Unie opgericht. Het “Verdrag van Amsterdam”, dat op 2 oktober 1997 in Amsterdam werd ondertekend en van kracht werd op 1 mei 1999 en, zeer recentelijk, het “Verdrag van Nice”, dat werd ondertekend op 26 februari 2001 en van kracht werd op 1 februari 2003, hebben zowel het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap als het Verdrag betreffende de Europese Unie herzien.

Verevenende instantie: een instelling die het vereveningsproces (dat bijvoorbeeld de bepaling van de vereveningsposities en het toezicht op de uitwisseling van betalingen omvat) beheert voor betalingssystemen of andere arrangementen die verevening vergen.

Vereveningsrisico: een algemene term voor het risico dat de verevening in een betalingssysteem niet volgens verwachting plaatsvindt. Dit kan zowel het krediet- als het liquiditeitsrisico betreffen.

