



EUROPESE CENTRALE BANK

JAARSVERSLAG 2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

JAARSVERSLAG
2005

BCE ECB EZB EKT EKP

EUROPESE CENTRALE BANK





EUROPESE CENTRALE BANK



In 2006 verschijnt
in alle publicaties
van de ECB
een motief van
het bankbiljet
van €5.

**JAARVERSLAG
2005**

© Europese Centrale Bank, 2006

Adres

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main, Duitsland

Postadres

Postfach 16 03 19
60066 Frankfurt am Main, Duitsland

Telefoon

+49 69 1344 0

Internet

<http://www.ecb.int>

Fax

+49 69 1344 6000

Telex

411 144 ecb d

Alle rechten voorbehouden.

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

Foto's

David Farrell

Martin Joppen

Robert Metsch

Constantin Meyer

Marcus Thelen

*De afsluitingsdatum voor de in dit
Verslag voorkomende gegevens was
24 februari 2006.*

ISSN 1561-459X (papier)

ISSN 1725-2911 (internet)

INHOUD

VOORWOORD	12	3.2 Vervalsing van bankbiljetten en het bestrijden van valsemunterij	109
HOOFDSTUK I ECONOMISCHE ONTWIKKELINGEN EN MONETAIR BELEID	4	3.3 Uitgifte en productie van bankbiljetten	110
I MONETAIRE-BELEIDSBESLISSINGEN	20	4 STATISTIEKEN	113
2 MONETAIRE, FINANCIËLE EN ECONOMISCHE ONTWIKKELINGEN	24	4.1 Algemene ontwikkelingen in het eurogebied aangaande statistieken	113
2.1 De mondiale macro-economische omgeving	24	4.2 Nieuwe of verbeterde statistieken	114
2.2 Monetaire en financiële ontwikkelingen	27	4.3 Statistieken voor de beoordeling van de convergentie	115
2.3 Prijsontwikkelingen	53	5 ECONOMISCH ONDERZOEK	116
2.4 Productie-, vraag- en arbeidsmarktontwikkelingen	59	5.1 Onderzoeksagenda	116
2.5 Begrotingsontwikkelingen	67	5.2 Onderzoeksnetwerken	117
2.6 Ontwikkelingen inzake wisselkoersen en betalingsbalansen	73	6 OVERIGE TAKEN EN WERKZAAMHEDEN	120
3 ECONOMISCHE EN MONETAIRE ONTWIKKELINGEN IN DE EU-LIDSTATEN BUITEN HET EUROGEBIED	82	6.1 Naleving van het verbod op monetaire financiering en bevoorrechte toegang	120
		6.2 Adviesfuncties	120
		6.3 Het beheer van de krediettransacties van de Europese Gemeenschap	122
HOOFDSTUK 2 CENTRALE-BANKTRANSACTIES EN -ACTIVITEITEN		HOOFDSTUK 3 FINANCIËLE STABILITEIT EN INTEGRATIE	
I MONETAIRE-BELEIDSTRANSACTIES, DEVIEZENTRANSACTIES EN INVESTERINGSACTIVITEITEN	94	I FINANCIËLE STABILITEIT	126
1.1 Monetaire-beleidstransacties	94	1.1 Toezicht op de financiële stabiliteit	126
1.2 Deviezentransacties	100	1.2 Samenwerking in financiële crisissituaties	129
1.3 Investeringsactiviteiten	100	2 FINANCIËLE REGELGEVING EN TOEZICHT	130
2 BETALINGSVERREKENINGS- EN EFFECTENAFWIKKELINGSSYSTEMEN	102	2.1 Algemeen	130
2.1 TARGET	102	2.2 Bankwezen	130
2.2 TARGET2	104	2.3 Effectenwezen	131
2.3 Grensoverschrijdend gebruik van onderpand	105	2.4 Verslaglegging	131
3 BANKBILJETTEN EN MUNTEN	108	3 FINANCIËLE INTEGRATIE	133
3.1 De omloop van eurobankbiljetten en euromunten en de geldverwerking	108		

4 TOEZICHT OP DE MARKTINFRASTRUCTUREN	139	HOOFDSTUK 7 INSTITUTIONEEL KADER, ORGANISATIE EN JAARREKENING	
4.1 Toezicht op (de infrastructuur van) het hoogwaardige betalingsverkeer in euro	139	1 BESLUITVORMENDE ORGANEN EN CORPORATE GOVERNANCE VAN DE ECB	173
4.2 Retailbetalingsverkeer	140	1.1 Het Eurosysteem en het Europees Stelsel van Centrale Banken	173
4.3 Effectenclearing en -afwikkeling	141	1.2 De Raad van Bestuur	174
		1.3 De Directie	176
		1.4 De Algemene Raad	178
		1.5 Comit�es van het Eurosysteem/ ESCB, het Begrotingscomit�e en de Human Resources Conferentie	179
		1.6 Corporate Governance	180
HOOFDSTUK 4 EUROPESE EN INTERNATIONALE BETREKKINGEN		2 ORGANISATORISCHE ONTWIKKELINGEN	182
I EUROPESE AANGELEGENHEDEN	146	2.1 Human resources	182
1.1 Beleidsaangelegenheden	146	2.2 Onderzoek naar de effectiviteit en doelmatigheid van de ECB	184
1.2 Institutionele aangelegenheden	150	2.3 Het nieuwe kantoorgebouw van de ECB	184
1.3 Ontwikkelingen in en betrekkingen met tot de EU toetredende landen en met toetredingslanden	151		
2 INTERNATIONALE AANGELEGENHEDEN	153	3 SOCIALE DIALOOG BINNEN HET ESCB	187
2.1 De belangrijkste ontwikkelingen binnen het internationale monetaire en financi�le stelsel	153	4 JAARREKENING VAN DE ECB	189
2.2 Samenwerking met landen buiten de EU	155	Managementverslag voor het jaar 2005	190
		Balans per 31 december 2005	192
		Winst- en verliesrekening over het jaar 2005	194
		Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening	195
		Toelichting op de balans	200
		Toelichting op de winst- en verliesrekening	207
		Toelichting op de verdeling van winst/toedeling van verliezen	211
		Accountantsverklaring	212
HOOFDSTUK 5 VERANTWOORDING		5 GECONSOLIDEERDE BALANS VAN HET EUROSISTEEM PER 31 DECEMBER 2005	214
I VERANTWOORDING TEGENOVER HET PUBLIEK EN HET EUROPEES PARLEMENT	160		
2 SPECIFIEKE MET HET EUROPEES PARLEMENT BESPROKEN ONDERWERPEN	161		
HOOFDSTUK 6 EXTERNE COMMUNICATIE			
I COMMUNICATIEBELEID	166		
2 COMMUNICATIE-ACTIVITEITEN	167		

BIJLAGEN

DOOR DE ECB VASTGESTELDE RECHTSINSTRUMENTEN

218

DOOR DE ECB UITGEBRACHTE ADVIEZEN

220

OVERZICHT VAN DE MONETAIRE-BELEIDSMATREGELEN VAN HET EUROSISTEEM

227

PUBLICATIES VAN DE EUROPESE CENTRALE BANK SINDS 2005

229

LIJST VAN TERMEN

235

LIJST VAN KADERS

1 De veranderende aard van de sterke
monetaire dynamiek tijdens de
afgelopen jaren

30

Grafiek A Componenten van M3

31

Grafiek B Ontwikkeling M3 en
tegenposten

32

Grafiek C Sectorale samenstelling
van deposito's

33

2 De invloed van de stijgende olieprijsen
op de obligatierendementen en de
aandelenkoersen: een historische
vergelijking voor het eurogebied en
de Verenigde Staten

40

Tabel A Veranderingen in de
rendementen van de
tienjaars overheidsobligaties
in het eurogebied en de
VS tijdens de twaalf
maanden voorafgaand aan
de olieprijspieken

40

Tabel B Veranderingen in de aandelen-
koersen in het eurogebied en
de VS tijdens de twaalf
maanden voorafgaand aan
de olieprijspieken

42

3 Verschillen in de groei van leningen
aan huishoudens tussen de landen van
het eurogebied

45

Grafiek A Uiteenlopende groei van
de MFI-leningen aan huis-
houdens in de landen van
het eurogebied

45

Grafiek B Gewogen variatiecoëfficiënt
voor de groei op jaarbasis
van de MFI-leningen aan
huishoudens

46

Grafiek C Groei van de MFI-leningen
aan huishoudens en de
schuldenlast van de
huishoudens in de landen
van het eurogebied

47

Grafiek D Dynamiek van de huizen-
markt en leningen in de
landen van het eurogebied
in 1999-2004

48

4 Onderzoeknetwerk inzake de
inflatiepersistentie en het prijszetting-
gedrag in het eurogebied

55

5 De uitsplitsing van de groei in het
eurogebied naar sector

61

Grafiek A Uitsplitsing van de totale
reële bruto toegevoegde
waarde

62

Grafiek B Uitsplitsing van de reële
bruto toegevoegde waarde
in de diensten

62

Tabel Sectorale ontwikkelingen
van de reële toegevoegde
waarde in het eurogebied

62

Grafiek C Toegevoegde waarde in
de dienstensector van het
eurogebied

63

Grafiek D Toegevoegde waarde in
de industriële sector van het
eurogebied

63

6 Vooruitgang inzake structurele
hervormingen in de arbeids- en
productmarkten in de EU

66

7 Ontwikkelingen inzake de uitgifte
van overheidsschuldbewijzen in het
eurogebied

69

Tabel A Jaarlijkse groei van door
de overheden van het
eurogebied uitgegeven
schuldbewijzen

70

Tabel B	Structuur van het uitstaande bedrag aan door de overheden van het eurogebied uitgegeven schuldbewijzen	70	LIJST VAN TABELLEN	
Grafiek A	In 2005 uitstaand bedrag aan overheidsschuldbewijzen in het eurogebied naar land van uitgifte	71	1	Prijzontwikkelingen 53
Grafiek B	Netto-uitgiften van overheidsschuldbewijzen in 2005 naar land van uitgifte	71	2	Arbeidskostenindicatoren 58
8	Terugwinning van de oliefactuur en het effect ervan	76	3	Samenstelling van de reële bbp-groei 59
Grafiek A	Olie-inkomsten	77	4	Arbeidsmarktontwikkelingen 65
Grafiek B	Nettoactiva van OPEC en muntsamenstelling	77	5	Begrotingsposities in het eurogebied 68
Grafiek C	Nettoactiva van Rusland en muntsamenstelling	77	6	Reële bbp-groei in de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten en het eurogebied 82
Tabel	Marktaandeel van enkele economieën in de invoer van de OPEC en het GOS	78	7	HICP-inflatie in de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten en het eurogebied 83
9	Door het Eurosysteem geleverde diensten inzake reservebeheer	122	8	Begrotingsposities in de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten en het eurogebied 85
10	Onderzoeknetwerk inzake de kapitaalmarkten en de financiële integratie binnen Europa	133	9	Betalingsbalans, geselecteerde posten 87
11	Interregionale vergelijking van de hypotheekrente in het eurogebied en in de Verenigde Staten	135	10	Ontwikkelingen in ERM II 88
Grafiek A	Spreiding van de variabele korte rente op woninghypotheken voor huishoudens en de vergelijkbare marktrente in regio's van de VS resp. eurolanden	135	11	Officiële monetaire-beleidsstrategieën van de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten 90
Grafiek B	Spreiding van de lange rente op woninghypotheken voor huishoudens en de vergelijkbare marktrente in regio's van de VS resp. eurolanden	135	12	Betalingsverkeer in TARGET 103
12	Openbare verklaringen van de ECB betreffende de hervorming van het stabiliteits- en groeipact	148	13	Algehele beschikbaarheid van TARGET 103
			14	Uitsplitsing van vervalsingen naar coupure 109
			15	In 2005 toegewezen bankbiljetten-productiequota 111
			LIJST VAN GRAFIEKEN	
			1	ECB-rentevoeten en geldmarktrente 21
			2	Belangrijkste ontwikkelingen in de grote industrielanden 24
			3	Belangrijkste ontwikkelingen in de grondstoffenmarkten 26
			4	M3 en leningen aan de particuliere sector 28
			5	Bijdragen tot de jaarlijkse M3-groei 28
			6	Korte rente op deposito's 29
			7	Bijdragen tot de jaarlijkse groei van kortlopende deposito's en repo's 29
			8	Tegenposten van M3 34
			9	Ramingen van de <i>money gap</i> 35
			10	Korte rente in het eurogebied en helling van de geldmarktrendements-curve 37
			11	Driemaands EURIBOR-futuresrente en impliciete volatiliteit afgeleid van opties op driemaands EURIBOR-futurescontracten 37

12 Rendementen op langlopende overheidsobligaties	38	van de euro ten opzichte van niet tot het ERM II behorende EU-valuta's	89
13 Reëel obligatierendement en "break-even"-inflatie in het eurogebied	38	38 Liquiditeitsfactoren in het eurogebied in 2005	94
14 Aandelenkoersindices	43	39 Beleenbare verhandelbare activa	97
15 Groei van de werkelijke en verwachte bedrijfswinsten per aandeel	43	40 Als onderpand aangeboden beleenbare verhandelbare activa	97
16 MFI-leningen aan huishoudens	44	41 Verschil tussen het aandeel in het aangeboden onderpand en het aandeel in de beleenbare verhandelbare activa in 2005	98
17 Rentetarieven voor leningen aan huishoudens en niet-financiële ondernemingen	44	42 Totale waarde van de bankbiljetten in omloop in de periode 2000-2005	108
18 Schuld en rente- en aflossingsverplichtingen van de huishoudens	49	43 Totaal aantal eurobankbiljetten in omloop in de periode 2000-2005	108
19 Reële kosten van externe financiering van niet-financiële ondernemingen in het eurogebied	49	44 Aantal eurobankbiljetten in omloop in de periode 2002-2005	109
20 Winstquoten van genoteerde niet-financiële ondernemingen in het eurogebied	51	45 Aantal uit omloop genomen vervalsingen van eurobankbiljetten in de periode 2002-2005	110
21 Uitsplitsing van de reële twaalfmaands groei van de externe financiering van niet-financiële ondernemingen	51	46 Reeks Working Papers van de ECB: rubricering volgens Journal of Economic Literature	118
22 Schuldquoten in de sector niet-financiële ondernemingen	52		
23 Uitsplitsing HICP-inflatie: belangrijkste componenten	54		
24 Bijdragen van de belangrijkste componenten tot de HICP-inflatie	54		
25 Woningprijzen	57		
26 Uitsplitsing industriële producentenprijzen	57		
27 Sectorale loonsom per werknemer	58		
28 Bijdragen tot de reële bbp-groei op kwartaalbasis	60		
29 Vertrouwensindicatoren	60		
30 Werkloosheid	64		
31 Arbeidsproductiviteit	64		
32 Nominale en reële effectieve wisselkoersen van de euro	74		
33 Saldo op de lopende rekening en componenten daarvan	75		
34 Financiële rekening van het eurogebied	79		
35 Financiële uitstroom van het eurogebied naar de nieuwe EU-lidstaten	80		
36 Netto internationale investeringspositie	80		
37 Veranderingen in de wisselkoers			

AFKORTINGEN

LANDEN

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

ANDERE AFKORTINGEN

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

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

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

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

Kunstenaar: Peter Sauerer

Titel: Großmarkthalle, 2004

Materiaal: Wood and strings, Afmetingen: 90 × 20 × 15 cm 18

Kunstenaar: Ilse Haider

Titel: Kopf eines Athleten, 1994

Materiaal: Wilgentenen, foto-emulsie, Afmetingen: 180 × 120 × 40 cm 92

Kunstenaar: Pep Agut

Titel: Read your voice, 2000

Materiaal: Gemengde technieken, Afmetingen: 190 × 195 cm 124

Kunstenaar: Maria Hedlund

Titel: Loosing Ground, 2003

Materiaal: 4 c-prints op aluminium, Afmetingen: elk 85 × 76 cm 144

Kunstenaar: David Farrell

Titel: Ballynultagh, 2000 (uit de serie “Innocent Landscapes”)

Materiaal: Foto, Afmetingen: 100 × 100 cm 158

Kunstenaar: Natividad Bermejo

Titel: Duérmete niño, 2000

Materiaal: Grafiek op papier, Afmetingen: 145 × 212 cm 164

Kunstenaar: Pedro Proença

Titel: Alla turca (algumas anotações musicais), 2001

Materiaal: Acrylverf op doek, Afmetingen: 200 × 150 cm 170

VOORWOORD



Ik zou willen beginnen met mijn voorganger Wim Duisenberg, onze eerste President, die afgelopen jaar is gestorven, hier nog eens alle eer te bewijzen. Zoals ik al eerder bij verschillende gelegenheden in Amsterdam, Frankfurt en vele andere steden in Europa heb gezegd, deze instelling, de Europese Centrale Bank, haar personeelsleden, mijn collega's en ik in de Directie, de Raad van Bestuur en de Algemene Raad, wij allen zijn Wim immens veel dank verschuldigd. Hij zal ons altijd bijblijven, of zoals Chateaubriand eens heeft gezegd: "de dood heeft hem niet overwonnen, maar heeft hem slechts onzichtbaar gemaakt".

In 2005 is het reële bbp in het eurogebied met 1,4% gestegen, vergeleken met 1,8% in 2004 en 0,7% in 2003. Het tempo van de economische bedrijvigheid was in de eerste helft van het jaar gematigd, maar versnelde over het algemeen in de tweede helft, daarbij profiterend van de aanhoudende sterke groei van de mondiale vraag, de robuuste groei van de bedrijfswinsten en zeer

gunstige financieringscondities. De economische bedrijvigheid bleek derhalve betrekkelijk veerkrachtig tegen een achtergrond van hoge en volatiele olieprijsen. Echter, ten gevolge van grote stijgingen van de prijzen van grondstoffen en energie en, in mindere mate, van stijgingen van de door de overheid gereguleerde prijzen en indirecte belastingen, bedroeg de HICP-inflatie in 2005 2,2% – enigszins hoger dan de 2,1% die in de twee voorafgaande jaren werd opgetekend. De binnenlandse inflatoire druk bleef desalniettemin beperkt aangezien gematigde loonontwikkelingen en gunstige tendensen in de prijzen van geïmporteerde fabrikaten in enige mate de stijging van de prijzen van grondstoffen en energie compenseerden.

In de context van de gematigde binnenlandse inflatoire druk, liet de Raad van Bestuur het grootste deel van het jaar de basisrentetarieven van de ECB onveranderd op het historisch lage niveau van 2%, maar bleef daarbij wel de langere-termijninflatieverwachtingen nauwlettend volgen. Naarmate het jaar verstreek gaf de economische analyse van de ECB aan dat de opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit op de middellange termijn aan het toenemen waren – een beoordeling die werd bevestigd door de monetaire analyse, gezien de sterke monetaire en kredietgroei in een situatie van reeds ruime liquiditeit. Tegen het einde van 2005 toonde de reguliere onderlinge toetsing van de economische en monetaire analyses aan dat een aanpassing van de accommoderende koers van het monetaire beleid van de ECB gewettigd was om aan deze risico's het hoofd te bieden. Op 1 december 2005 besloot de Raad van Bestuur derhalve de basisrentetarieven van de ECB met 25 basispunten te verhogen, na deze gedurende een periode van tweeënehalf jaar ongewijzigd te hebben gelaten.

De inflatieverwachtingen voor het eurogebied als geheel zijn stevig verankerd op een niveau dat in overeenstemming is met prijsstabiliteit,

zoals wordt weerspiegeld in enquêtes en financiële indicatoren. Dit heeft bijgedragen aan het waarborgen van het lage niveau van de risicopremie's in de nominale rentetarieven over het gehele looptijdenspectrum, en heeft op die manier geleid tot lagere korte en lange rentes. Het hoge niveau van geloofwaardigheid van de ECB en van haar op stabiliteit gerichte beleid hebben aldus geholpen de zeer gunstige financieringscondities voor investeerders in stand te houden, en hebben zo economische groei en werkgelegenheidscreatie ondersteund. Zij hebben tevens bijgedragen aan behoud van de koopkracht van consumenten, hetgeen van groot belang is voor alle ingezetenen van het eurogebied, niet in het minst die met een lager inkomen. Het is essentieel dat dit pluspunt van de economie van het eurogebied wordt behouden. Voor dit doel zal de Raad van Bestuur alle relevante ontwikkelingen nauwlettend blijven volgen om er zo voor te zorgen dat de middellange- tot lange-termijninflatieverwachtingen stevig verankerd blijven op een niveau dat in overeenstemming is met prijsstabiliteit.

Het welslagen van de EMU hangt tevens af van houdbaar begrotingsbeleid en veelomvattende structurele hervormingen die erop gericht zijn het groeipotentieel van de economie te vergroten. Een dergelijke beleidscombinatie bevordert niet alleen de samenhang en flexibiliteit van de economie van het eurogebied maar ondersteunt tevens het monetaire beleid in zijn taak van het handhaven van prijsstabiliteit, en verbetert op die manier de effectiviteit ervan en draagt bij aan duurzame productiegroei en werkgelegenheidscreatie.

Naleving van de overeengekomen begrotingsregels versterkt de houdbaarheid van de overheidsfinanciën, hetgeen van cruciaal belang is, niet in het minst vanwege de verwachte budgettaire invloed van de vergrijzende bevolkingen. Dit is waarom het Eurosysteem altijd krachtig steun heeft gegeven aan het Stabiliteits- en

Groeipact. Een rigoureuze en consequente tenuitvoerlegging van de herziene regels bevordert begrotingsdiscipline en helpt de geloofwaardigheid van het begrotingskader van de EU en het vertrouwen in prudent begrotingsbeleid te herstellen. Betrouwbare samenstelling en tijdige rapportage van statistieken betreffende overheidsfinanciën is eveneens essentieel voor het Europese begrotingskader en voor de effectieve werking van wederzijds toezicht.

Gedurende de afgelopen jaren is enige vooruitgang geboekt met structurele hervormingen, maar de in maart 2005 uitgevoerde tussentijdse evaluatie van de Lissabon-strategie heeft duidelijk gemaakt dat veel grotere inspanningen nodig zijn om het groei- en werkgelegenheidspotentieel van Europa te verbeteren. Flexibeler arbeids-, product- en financiële markten bevorderen een betere allocatie van middelen, en een stimulerender ondernemingsklimaat bevordert mogelijkheden te innoveren, te investeren en werkgelegenheid te creëren. Er is tevens de uitdaging van voltooiing van de interne markt, met inbegrip van die voor diensten, om zo bedrijven in staat te stellen te profiteren van schaalvoordelen en toenemende economische efficiëntie. Over het geheel genomen kunnen de door globalisering en snelle technologische verandering geboden mogelijkheden het best worden benut door het mogelijk maken en versnellen van structurele verandering. Dit biedt de beste vooruitzichten voor de toekomstige voorspoed van de burgers van Europa.

Het Eurosysteem besteedt nauwlettend aandacht aan ontwikkelingen met betrekking tot de financiële integratie in Europa. Financiële integratie draagt bij aan de goede tenuitvoerlegging van het gemeenschappelijke monetaire beleid in het gehele eurogebied, alsmede aan de efficiënte allocatie van financiële middelen en aldus aan economische groei. Zij heeft implicaties voor de taak van het Eurosysteem om de financiële stabiliteit te handhaven en is tevens van belang

voor het effectieve beheer en de goede werking van betalings- en verrekeningssystemen. In september 2005 heeft de ECB haar eerste verslag gepubliceerd waarin een reeks indicatoren voor financiële integratie in het eurogebied zijn opgenomen. Deze indicatoren wezen op een toename van financiële integratie, hoewel de mate van integratie van segment tot segment varieerde. Ten slotte ondersteunt het ESCB, onverminderd het doel van prijsstabiliteit, de algemene doelstellingen van de EU, waar financiële integratie deel van uitmaakt.

Volledige integratie is reeds verwezenlijkt op het gebied van “real-time” brutovereenings-systemen, door middel van het TARGET-systeem. Het Eurosysteem werkt aan de ontwikkeling van het TARGET2-systeem, dat een verbeterde dienstverlening en een nieuw tarievenstelsel voor kerndiensten biedt. Zoals op 17 juni 2005 door de Raad van Bestuur is aangekondigd, zal TARGET2 voor de eerste groep landen die migreren op 19 november 2007 in werking treden. De verwachting is dat alle centrale banken die deelnemen aan TARGET2, samen met hun nationale banksectoren, vanaf mei 2008 gebruik zullen maken van het nieuwe systeem.

Wat betreft de retailbetalingssystemen, blijft de vorming van een gemeenschappelijk eurobetalingengebied (SEPA) een cruciale doelstelling. Binnen het SEPA zullen cliënten betalingen kunnen verrichten in het hele eurogebied vanaf één bankrekening, met behulp van één enkele reeks betaalinstrumenten, op een even gemakkelijke en veilige wijze als thans op nationaal niveau het geval is. Voorzien wordt dat burgers vanaf 2008 van deze mogelijkheid gebruik zullen kunnen maken. Het Eurosysteem ondersteunt deze deadline, die een sterke commitment van alle belanghebbenden vereist, ten volste.

Na de ondertekening van het Verdrag tot vaststelling van een Grondwet voor Europa (de Europese Grondwet) in oktober 2004, zijn de

lidstaten begonnen met de vereiste ratificatieprocedures. Tot dusver hebben 15 lidstaten de Europese Grondwet geratificeerd of zijn zeer dicht bij de formele afronding. In Frankrijk en Nederland heeft de Grondwet geen meerderheidssteun gekregen. Naar het oordeel van de ECB verduidelijkt de Grondwet het wettelijke en institutionele kader van de EU en verbetert het de handelingsbekwaamheid van de Unie op zowel Europees als internationaal niveau, terwijl het bestaande monetaire kader wordt bevestigd. Het dient te worden benadrukt dat het ratificatieproces geen invloed heeft op het functioneren van de Monetaire Unie en de stabiliteit van de euro niet aantast. De ECB zal, of zij nu handelt krachtens het huidige Verdrag of krachtens de Europese Grondwet, de geloofwaardigheid van de euro blijven waarborgen en voor prijsstabiliteit blijven zorgen, hetgeen een voorwaarde vormt voor een niet-inflatoir macro-economisch klimaat dat economische groei en werkgelegenheidscreatie bevordert.

In 2005 zijn vier EU-lidstaten toegetreden tot het wisselkoersstelsel (ERM II) met als doel toe te treden tot het eurogebied nadat op duurzame basis is voldaan aan alle convergentiecriteria. De ECB, alsook de Europese Commissie, zal haar reguliere tweejaarlijkse convergentieverlag in de herfst van 2006 publiceren. Hier dient te worden onderstreept dat elke lidstaat afzonderlijk zal worden beoordeeld op basis van zijn individuele economische en monetaire prestaties, met volledige inachtneming van het beginsel van gelijke behandeling. Onder dergelijke omstandigheden zullen zowel het huidige eurogebied als de toetredende landen profijt hebben van de uitbreiding van het eurogebied.

In 2005 boekte de ECB een overschot van €992 miljoen. Eenzelfde bedrag werd gereserveerd in een voorziening tegen wisselkoers-, rente- en goudprijsrisico's, waardoor de gerapporteerde netto winst over 2005 precies nul was. De voorziening zal worden gebruikt ter dekking

van verliezen die voortvloeiën uit dergelijke risico's, in het bijzonder waarderingsverliezen die niet worden gedekt door de herwaarderingsrekeningen. Het overschot in 2005 volgt op een netto verlies van €1.636 miljoen in 2004, dat voornamelijk het gevolg was van een appreciatie van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar. In 2005 deprecieerde de euro ten opzichte van deze valuta.

Het totale aantal formatieplaatsen in de ECB-begroting voor 2005 bedroeg 1.369,5 fte's, vergeleken met 1.362,5 in 2004. Per ultimo 2005 bedroeg het aantal medewerkers van de ECB met een vaste aanstelling of tijdelijk arbeidscontract van tenminste 12 maanden 1.360, hetgeen overeenkwam met 1.351 fte's. Na 15 mei 2005 is de ECB begonnen met het in behandeling nemen van sollicitaties van burgers uit de twee toetredende landen, Bulgarije en Roemenië. De implementatie van de nieuwe, in 2004 geïnitieerde humanresourcesstrategie werd in 2005 voortgezet. Naast het stimuleren van mobiliteit richt de strategie zich op de ontwikkeling van de leidinggevende vaardigheden van ECB-managers en op het voortdurend eigen maken en ontwikkelen van vaardigheden en deskundigheid door personeel. Bovendien zijn de in 2004 vastgestelde zes ECB-waarden geleidelijk in het humanresourcesbeleid geïncorporeerd en zullen deze als leidraad blijven dienen in het dagelijkse werk van alle medewerkers.

Ook op het niveau van het Eurosysteem worden humanresourcesthema's besproken. Met als doel het verder bevorderen van de samenwerking en teamgeest tussen de centrale banken van het Eurosysteem/ESCB op dit gebied, heeft de Raad van Bestuur in 2005 een Human Resources Conferentie (HRC) opgericht. Onverminderd de exclusieve bevoegdheid van de nationale centrale banken en de ECB op dit gebied, zal de HRC ruimte bieden voor het uitwisselen van ervaringen, deskundigheid en informatie over relevante humanresourcesstrategieën en -praktijken, daarmee onder meer een bijdrage leverend aan het signaleren van mogelijkheden voor

gemeenschappelijke trainingsactiviteiten en het ontwikkelen van beleid dat uitwisseling van medewerkers bevordert. De HRC is, samen met het Eurosysteem/ESCB-Comité voor Communicatie tevens gemandateerd de concrete maatregelen te implementeren ter bevordering van de in januari 2005 gepubliceerde missie van het Eurosysteem. Het concreet inhoud geven aan de missie in hun dagelijkse werkzaamheden zal voor medewerkers van het Eurosysteem een voortdurend proces blijven dat de teamgeest tussen de ECB en de nationale centrale banken van het eurogebied zal bevorderen.

Als publieke instelling hecht de ECB zeer aan het leveren van de best mogelijke diensten tegen de laagst mogelijke kosten. Gezien deze sterke commitment besloot de Directie de effectiviteit en doelmatigheid van de ECB te onderzoeken door *een zero-based budgeting assessment* (ZBB) uit te voeren, waarbij medewerkers en leidinggevenden actief waren betrokken. Op basis van de ZBB-resultaten heeft de Directie besloten dat een aanzienlijk aantal functies zouden kunnen komen te vervallen of worden geheroriënteerd zonder medewerkers te ontslaan. Er werd een tijdelijke vacaturestop ingesteld. De Directie heeft een aantal andere maatregelen goedgekeurd die een breed scala aan organisatorische thema's binnen en tussen de verschillende organisatie-eenheden van de ECB betreffen en de instelling in staat zullen stellen haar effectiviteit en doelmatigheid te verhogen. De uit de ZBB voortgekomen organisatorische veranderingen – zoals de herstructurering van bepaalde organisatie-eenheden teneinde synergieën beter te kunnen benutten, de samenbundeling van deskundigheid en analytische mogelijkheden, de vereenvoudiging van bedrijfsprocessen en een hernieuwde concentratie op strategische planning voor de middellange termijn – worden geleidelijk geïmplementeerd. De door de ZBB verschaft impuls zal leiden tot een versterkte managementcultuur gericht op het optimaal benutten van de bestaande middelen.

Na de verkiezing begin 2005 van een architect voor het ontwerp van het toekomstige hoofdkwartier van de ECB, besloot de Raad van Bestuur de algehele vereisten en omvang van het project te herzien. Deze optimaliseringsfase resulteerde in een aanzienlijke daling van de geschatte bouwkosten. De Raad van Bestuur heeft het herziene ontwerp goedgekeurd en heeft in december 2005 de planningfase van het project gestart. De ECB hecht er zeer aan dit project, waar het de totale kosten en het tijdig behalen van de diverse mijlpalen betreft, met de grootst mogelijke zorgvuldigheid te beheren en te controleren.

Frankfurt am Main, maart 2006

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

Jean-Claude Trichet

Kunstenaar

Peter Sauerer

Titel

Großmarkthalle, 2004

Materiaal

Wood and strings

Afmetingen

90 x 20 x 15 cm

© ECB en de kunstenaar



HOOFDSTUK I

**ECONOMISCHE
ONTWIKKELINGEN EN
MONETAIR BELEID**

I MONETAIRE-BELEIDSBESLISSINGEN

In de tweede helft van 2004 en tijdens het eerste semester van 2005 liet de economische groei in het eurogebied een vertraging optekenen. Dat had voor een deel te maken met de stijgende olieprijs, met de tijdelijke verslapping van de wereldhandel en met de vertraagde effecten van de eerdere appreciatie van de euro. In de tweede helft van 2005 trok de economische expansie in het eurogebied evenwel opnieuw aan dankzij de aanhoudend stevige opgang van de wereldvraag, de robuuste groei van de bedrijfswinsten en de zeer gunstige financieringsvoorwaarden. In totaal steeg het reële bbp – gecorrigeerd, zij het slechts gedeeltelijk, voor het aantal werkdagen – in 2005 met 1,4%, tegen 1,8% in 2004 en 0,7% in 2003. Zodoende wist de economische activiteit zich in 2005, in een context van hoge en volatiele olieprijs, relatief goed te handhaven.

Ondanks de forse stijgingen van de grondstoffen- en energieprijzen, kon de binnenlandse inflatoire druk onder controle worden gehouden tegen de achtergrond van de zich herstellende, maar toch nog vrij gematigde economische groei. Vooral de loonontwikkelingen bleven gematigd. De inflatoire druk werd tevens beperkt door de gunstige prijstendens van de ingevoerde industriële producten. De lange-termijn inflatieverwachtingen in het eurogebied bleven stevig verankerd op niveaus die verenigbaar zijn met prijsstabiliteit. Toch bleef de totale inflatie in 2005 redelijk hoog, voornamelijk door de forse stijgingen van de energieprijzen en, in mindere mate, de verhogingen van de door de overheid gereguleerde prijzen en indirecte belastingen. Totaal beschouwd, kwam de jaarlijkse HICP-inflatie in 2005 op 2,2% uit – dat is iets hoger dan de 2,1% tijdens de twee voorgaande jaren. De opwaartse risico's voor de inflatie bleven bestaan en hielden vooral verband met potentiële, uit de hogere olieprijs voortvloeiende tweede-ronde-effecten in het loon- en prijsvormingsproces.

De sedert medio 2004 versterkende monetaire dynamiek bleef in de loop van 2005 aan kracht winnen, maar tijdens de laatste drie maanden van het jaar verzwakte ze enigszins. Die verster-

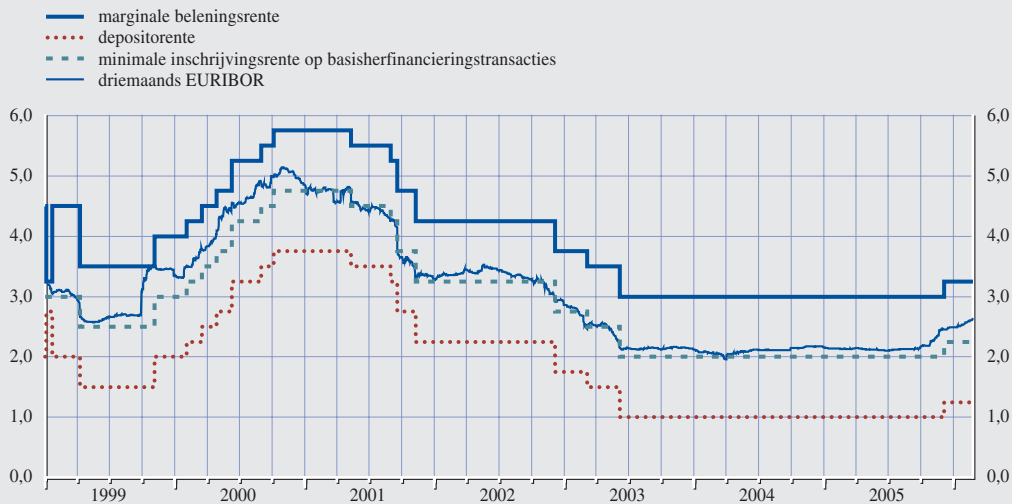
ving was deels het gevolg van het stimulerende effect van de lage rentestand op de vraag naar geld en krediet. De krachtige monetaire groei deed de reeds ruime liquiditeit in het eurogebied nog aanzwellen, wat opwaartse risico's impliceerde voor de prijsstabiliteit op de middellange tot langere termijn.

Tegen die achtergrond bleef de minimale inschrijvingsrente op de basisherfinancieringstransacties van het Eurosysteem gedurende het grootste gedeelte van het jaar ongewijzigd op het historisch lage niveau van 2%. Aan het begin van het jaar bleek uit de economische analyse dat de onderliggende binnenlandse inflatoire druk beperkt was. In het licht van de stevige monetaire groei en de ruime liquiditeit riep de Raad van Bestuur evenwel op tot waakzaamheid ten aanzien van de opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit. Bovendien werden de inflatieprojecties in de loop van het jaar geleidelijk aan opwaarts herzien, deels omdat het duidelijk werd dat de stijgende trend van de olieprijs langer zou aanhouden dan waar aanvankelijk werd van uitgegaan, wat de opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit bevestigde. Tegen december 2005 leidden de periodieke economische en monetaire analyse en de onderlinge toetsing van beide tot de overtuiging dat het aanbeveling verdiende de accommoderende monetaire-beleidskoers bij te stellen teneinde aan die risico's het hoofd te kunnen bieden. De Raad van Bestuur besloot derhalve op 1 december 2005 de basisrentetarieven van de ECB, die gedurende tweeënehalf jaar ongewijzigd waren gebleven, met 25 basispunten te verhogen. De minimale inschrijvingsrente op de basisherfinancieringstransacties van het Eurosysteem werd opgetrokken tot 2,25%, terwijl de rente op de depositofaciliteit en die op de marginale beleningsfaciliteit verhoogd werden tot respectievelijk 1,25% en 3,25% (zie Grafiek 1).

Voor een grondiger analyse van de in 2005 genomen monetaire-beleidsbeslissingen, wordt het jaar het best in twee delen opgesplitst. Wat de eerste helft van het jaar betreft, mocht op basis van de voor de eerste paar maanden van 2005 beschikbare gegevens worden verwacht

Grafiek I ECB-rentevoeten en geldmarktrente

(procenten per jaar; daggegevens)



Bron: ECB.

Toelichting: De rente op basisherfinancieringstransacties 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.

dat de in de tweede helft van 2004 opgetekende vertraging van de reële bbp-groei van korte duur zou zijn. Grotendeels als gevolg van de persistente hoge en volatiele olieprijsen werd die verwachting in het tweede kwartaal van 2005 echter ietwat pessimistischer, aangezien de onzekerheid omtrent het korte-termijnverloop van de binnenlandse vraag toenam. Bijgevolg werden de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties voor de reële bbp-groei in juni 2005 neerwaarts herzien ten opzichte van die van december 2004. Geraamd werd dat de jaarlijkse reële bbp-groei zou teruglopen van 1,8% in 2004 tot een cijfer tussen 1,1% en 1,7% in 2005, en vervolgens opnieuw zou aantrekken tot ergens tussen 1,5% en 2,5% in 2006. Deze prognoses zijn vergelijkbaar met die van internationale en particuliere organisaties. Desondanks waren de voorwaarden voor een versteviging van de economische activiteit nog steeds aanwezig, ondanks de neerwaartse risico's voor de groei ten gevolge van het zwakke consumentenvertrouwen, de hoge en volatiele olieprijsen en de mondiale evenwichtsverstoringen. Wat de externe factoren betreft, bleef de wereldeconomie stevig groeien en ondersteunde aldus de

export van het eurogebied. Intern creëerden de zeer gunstige financieringsvoorwaarden, de hoge bedrijfswinsten en de bedrijfsherstructureringen een positief investeringsklimaat. Verwacht werd dat de groei van de particuliere consumptie profijt zou trekken van de in het vooruitzicht gestelde stijging van het reële beschikbare inkomen in een context van krachtiger werkgelegenheids groei en lagere inflatie. Uit de herziene statistieken (die pas later op het jaar beschikbaar kwamen) blijkt dat de reële bbp-groei, die weliswaar gematigd bleef, in de eerste helft van 2005 eigenlijk geleidelijk aantrok (van 0,2% in het laatste kwartaal van 2004 tot 0,3% en 0,4% in respectievelijk het eerste en het tweede kwartaal van 2005), voornamelijk dankzij de grotere bijdrage van de netto-uitvoer.

Wat de prijsontwikkelingen betreft, liep de jaarlijkse HICP-inflatie terug van ongeveer 2,3% in de tweede helft van 2004 tot gemiddeld 2,0% in de eerste helft van 2005. Die daling had evenwel in de eerste plaats te maken met basiseffecten. De stijging van de olieprijsen bleef op de inflatiedynamiek aanzienlijke opwaartse druk uitoefenen. Niettemin bleven de loonontwikkelingen

gematigd. Niets wees er dus op dat de onderliggende binnenlandse inflatoire druk in het eurogebied toenam. Derhalve maakten de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van juni 2005 gewag van een gemiddelde jaarlijkse HICP-inflatie tussen 1,8% en 2,2% voor 2005 en tussen 0,9% en 2,1% in 2006. Hoewel de onderliggende binnenlandse inflatoire druk in het basisscenario beperkt bleef, werden ten aanzien van die projecties opwaartse risico's vastgesteld die te maken hadden met, onder meer, het toekomstige verloop van de olieprijsen en potentiële verhogingen van de indirecte belastingen en van de door de overheid gereguleerde prijzen. De Raad van Bestuur drong bovendien aan op blijvende waakzaamheid ten aanzien van potentiële tweede-ronde-effecten in het loonen prijsvormingsproces als gevolg van de hogere olieprijsen.

De versteviging van de monetaire dynamiek, die omstreeks het midden van 2004 een aanvang had genomen, hield in de eerste helft van 2005 aan. Anders dan tijdens de vorige periode van krachtige monetaire groei tussen 2001 en medio 2003, werd die groei gedragen door de meest liquide componenten van M3 en ging hij gepaard, wat de tegenposten betreft, met een toename van de kredietverstrekking aan de particuliere sector. Deze ontwikkelingen waren in hoge mate toe te schrijven aan het stimulerende effect van de historisch lage rentestand in het eurogebied. Als gevolg van de stevige M3-groei tijdens de afgelopen jaren was er in het eurogebied veel meer liquiditeit beschikbaar dan wat nodig was om een niet-inflatoire economische groei te financieren. Daarenboven bleef de vraag naar woninghypotheken robuust, wat in sommige regio's van het eurogebied bijdroeg tot een stevige dynamiek van de woningprijzen, terwijl de jaarlijkse groei van de leningen aan niet-financiële ondernemingen geleidelijk opnieuw aantrok.

Uiteindelijk kwam de Raad van Bestuur tot het besluit dat – ofschoon het tegen de achtergrond van de geringe binnenlandse inflatoire druk verantwoord bleef de rentetarieven op hun histo-

risch laag niveau te handhaven –, de toetsing van de economische analyse aan de monetaire analyse aantoonde dat blijvende waakzaamheid geboden was ten aanzien van de risico's voor de prijsstabiliteit op de middellange tot langere termijn. In die context werd het verloop van de inflatieverwachtingen voor de langere termijn van zeer nabij gevolgd.

In de tweede helft van het verslagjaar bevestigde de economische analyse geleidelijk de versteviging van de economische activiteit, zoals die was voorspeld in de in juni 2005 door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde projecties. Op kwartaalbasis trok de reële bbp-groei in het eurogebied in het derde kwartaal van 2005 aan tot 0,7%. Bovendien bleven de voorwaarden voor een duurzame groei – waarvan gewag werd gemaakt in de voorgaande, door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde projecties – aanwezig. Op basis daarvan wezen de in december 2005 door medewerkers van het Eurosysteem gepubliceerde projecties op een reële bbp-groei tussen 1,2% en 1,6% voor 2005 en tussen 1,4% en 2,4% voor zowel 2006 als 2007, dat is een reële bbp-groei die grotendeels in overeenstemming is met de projecties van juni. Internationale en particuliere organisaties voorspelden vergelijkbare cijfers. Terzelfder tijd bleven de vooruitzichten voor de economische activiteit onderhevig aan neerwaartse risico's, voornamelijk als gevolg van de hoger dan verwachte olieprijsen, de mondiale evenwichtsverstoringen en het consumentenvertrouwen dat, hoewel het verstevigde, wankel bleef.

Op het vlak van de prijzen liep de HICP-inflatie in het eurogebied tijdens de tweede helft van 2005 op tot flink boven de 2%, met een piek van 2,6% in september, voornamelijk als gevolg van de stijgingen van de energieprijzen. In tegenstelling tot wat eerder in 2005 werd verwacht, werd het bovendien steeds duidelijker dat de opwaartse verschuiving van de olieprijsen redelijk lang zou aanhouden. De aan het begin van 2005 beschikbare projecties en prognoses die voor 2006 op een vrij duidelijke daling van de HICP-inflatie wezen, werden dus in de loop van

het jaar grondig gewijzigd. In de tweede helft van 2005 werd ervan uitgegaan dat de gemiddelde jaarlijkse HICP-inflatie in 2006 wellicht boven de 2% zou blijven, zelfs in de op dit ogenblik nog steeds geldende veronderstelling dat de loonsverhogingen beperkt zouden blijven. Zo werd in de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde projecties van december 2005 gewag gemaakt van een gemiddelde HICP-inflatie tussen 1,6% en 2,6% voor 2006 en tussen 1,4% en 2,6% voor 2007. Internationale en particuliere organisaties voorspelden grotendeels vergelijkbare cijfers. De Raad van Bestuur bevestigde bovendien dat dit scenario onderhevig bleef aan eerder vastgestelde opwaartse risico's.

In de tweede helft van 2005 bleken uit de monetaire analyse nog steeds opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit op de middellange tot langere termijn. De liquiditeit in het eurogebied was naar alle geloofwaardige maatstaven ruim. De versteviging van de monetaire groei sedert het midden van 2004 trok in het derde kwartaal van 2005 bovendien verder aan. De groei van het ruime monetaire aggregaat M3 werd nog steeds gedragen door de meest liquide componenten ervan, tegen de achtergrond van zeer lage rentetarieven. De kredietopnames – voornamelijk in de vorm van hypothecaire leningen – bleven overigens zeer sterk stijgen. Daarom diende de prijsdynamiek op een aantal woningmarkten nauwgezet te worden gevolgd.

In de tweede helft van 2005 drukte de Raad van Bestuur derhalve zijn toenemende bezorgdheid uit over de opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit en beklemtoonde hij de noodzaak tot grote waakzaamheid ten aanzien van de ontwikkelingen van de inflatieverwachtingen voor de langere termijn. Tegen december was er inderdaad grond voor een aanpassing van de accommoderende monetaire-beleidsvoering, rekening houdend met de risico's voor de prijsstabiliteit die uit de economische analyse waren gebleken en die na toetsing aan de monetaire analyse werden bevestigd. Tegen die achtergrond, besloot de Raad van Bestuur op 1 december de basisrentetarieven van de ECB met

25 basispunten op te trekken. De Raad van Bestuur oordeelde dat die beslissing er zou toe bijdragen dat de inflatieverwachtingen voor de middellange tot langere termijn in het eurogebied stevig verankerd zouden blijven op een niveau dat overeenstemt met prijsstabiliteit. Een dergelijke verankering van de inflatieverwachtingen is een absolute voorwaarde opdat het monetaire beleid de economische groei in het eurogebied blijvend zou ondersteunen. Na de beslissing van 1 december 2005 bleven in het eurogebied zowel de nominale als de reële rentetarieven over het gehele looptijdspectrum zeer laag. Zodoende bleef het monetaire beleid van de ECB accommoderend, wat de economische activiteit en de jobcreatie stevig ondersteunde. De Raad van Bestuur beklemtoonde dat hij alle ontwikkelingen nauwgezet zou blijven volgen vanuit het oogpunt van de risico's voor de prijsstabiliteit.

2 MONETAIRE, FINANCIËLE EN ECONOMISCHE ONTWIKKELINGEN

2.1 DE MONDIALE MACRO-ECONOMISCHE OMGEVING

WERELDECONOMIE ZET ROBUUSTE EXPANSIE VOORT

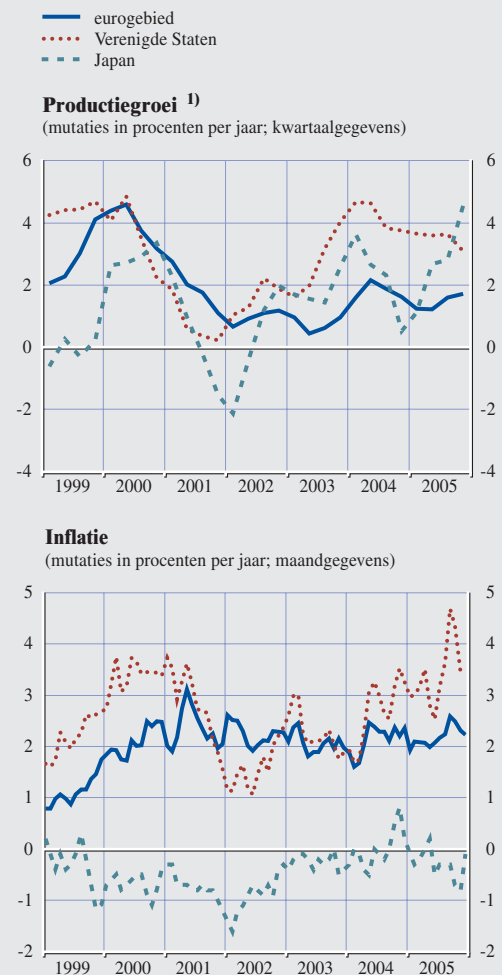
In 2005 bleef de wereldeconomie in een stevig tempo groeien, dat slechts licht vertraagde ten opzichte van het uitzonderlijk hoge groeipeil van het jaar voordien. Net als in 2004, was de groei bijzonder krachtig in Azië. Vooral de Chinese economie bleef in een vrijwel onverminderd tempo aantrekken, terwijl de Japanse economie aan kracht won. De activiteit bleef wereldwijd profijt trekken van de gunstige financieringsvoorwaarden en de stevige bedrijfswinsten in tal van landen. De mondiale groei werd ook nog steeds geschraagd door de solide economie van de Verenigde Staten.

In hoge mate als gevolg van de forse expansie van de wereldeconomie en de daarmee gepaard gaande stijging van de vraag naar energie en de geleidelijke erosie van de onbenutte capaciteit over de gehele olietoevoerlijn, bleven de olieprijsen gedurende het grootste gedeelte van het jaar oplopen. De prijs van ruwe Brent-olie bereikte begin september een historisch hoogtepunt van USD 67,5 per vat. De impact van de hoge olieprijsen op de mondiale groei en op de wereldwijde inflatie lijkt tot dusver echter relatief gering te zijn geweest. Terwijl de totale CPI beïnvloed werd door de stijging in de energiecomponent, bleef de onderliggende inflatoire druk in de meeste landen vrij beperkt. In de landen van de Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling (OESO) bedroeg de jaarlijkse totale CPI-inflatie voor heel 2005 2,7%.

In de Verenigde Staten trok de economische activiteit in 2005 krachtig aan. Over het hele jaar beschouwd, groeide het reële bbp er met 3,5%. De groei werd er geschraagd door de aanhoudend stevige particuliere consumptie en bedrijfsinvesteringen, terwijl het uitvoersaldo de groei licht negatief beïnvloedde. Gedurende het grootste gedeelte van het jaar bleef de particuliere consumptie levendig als gevolg van, onder meer, de gunstige financieringsvoorwaar-

den, de stijgende woningprijzen en de constant verbeterende werkgelegenheidssituatie. In het licht van de relatief gematigd blijvende loonstijging, zette de verhoging van de energieprijzen een rem op de groei van het reële beschikbare inkomen, wat de reeds lage particuliere spaarquote nog verder terugdrong. Inmiddels bleef de schuld van de huishoudens in verhouding tot hun beschikbare inkomen in 2005 verder toenemen. De bedrijfsinvesteringen groei-

Grafiek 2 Belangrijkste ontwikkelingen in de grote industrielanden



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

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

den snel, ondersteund door de gunstige financieringsvoorwaarden en de hoge winstgevendheid van de ondernemingen. Ondanks de hoge olieprijsen en de stijging van de grondstoffenprijzen, zorgden de matige loonsverhogingen, in combinatie met de krachtige, zij het vertragende productiviteitsgroei, in de loop van het jaar voor een verruiming van de winstmarges.

De externe balans van de Verenigde Staten ging er in 2005 verder op achteruit: het tekort op de lopende rekening bereikte een historisch hoogtepunt van 6,4% bbp. De invoer nam krachtiger toe dan de uitvoer, waardoor het externe tekort nog vergrootte.

In het derde kwartaal van het jaar gingen de consumptieprijzen tijdelijk in de hoogte als gevolg van de negatieve effecten van de door de orkanen veroorzaakte verstoringen en de continue stijging van de energieprijzen. Tegen het einde van het jaar nam de prijsdruk evenwel af en kwam de jaarlijkse CPI-inflatie op 3,4% uit. De inflatie, ongerekend de prijzen voor energie en voedingsmiddelen, bleef met 2,2% relatief beperkt. Ondanks de stijgingen van de olie- en grondstoffenprijzen en de negatieve effecten van de orkanen, kon de prijsdruk onder controle worden gehouden dankzij, onder meer, een appreciatie van de dollar in nominale effectieve termen en een gematigde stijging van de loonkosten per eenheid product terwijl, tegelijkertijd, de inflatieverwachtingen beperkt bleven.

Het Federal Open Market Committee (FOMC) van het Federal Reserve System trok in 2005 de doelstelling voor de federal funds rate met 200 basispunten op. Die verhoging werd uitgevoerd in acht opeenvolgende stappen van telkens 25 basispunten, wat de doelstelling voor de federal funds rate tegen het einde van het jaar naar 4,25% tilde. In de verklaring na afloop van de laatste vergadering van het jaar stelde het FOMC dat het wellicht noodzakelijk zou zijn het beleid nog enigszins verder te verstrengen. Op begrotingsvlak is het federale tekort in 2005 verkleind ten opzichte van 2004, voornamelijk als gevolg van de gestegen ontvangsten uit vennootschaps- en inkomstenbelastingen. Het fede-

rale begrotingstekort beliep in het begrotingsjaar 2005 2,6% bbp.

In Japan bleef de economie zich in 2005 herstellen. Voor het tweede opeenvolgende jaar nam het reële bbp er sneller toe dan de potentiële groei (2,8%, tegen 2,3% in 2004). Aan het begin van 2005 trok de economische activiteit stevig aan, ondersteund door een krachtige expansie van de particuliere consumptie en de niet-residentiële investeringen. De robuuste groei van de consumptieve bestedingen was het resultaat van de constant verbeterende inkomens- en werkgelegenheidssituatie, terwijl de snelle expansie van de niet-residentiële kapitaaluitgaven in de hand werd gewerkt door de gunstige financieringsvoorwaarden, de hoge bedrijfswinsten, de verbeterde financiële positie en de vervanging van de verouderende kapitaalvoorraad. Hoewel de binnenlandse vraag in 2005 de stuwende kracht bleef achter de economische groei, deden zich tegen het einde van het jaar de eerste tekenen voor van een herstel van de uitvoer (met name naar China). Gedurende het hele jaar trok de banksector profijt van het geleidelijke herstel van de macro-economische situatie en van de verbeterde voorwaarden inzake kredietrisico.

De vrees voor deflatie ebde in 2005 verder weg. Het twaalfmaands mutatietempo van de consumptieprijzen bleek over het hele jaar slechts licht negatief (-0,3%, vergeleken met 0,0% in 2004) en, naar het einde van het jaar toe, stopte zelfs de daling van het prijsniveau, ongerekend verse voedingsmiddelen. De Bank of Japan handhaafde haar doelstelling voor het uitstaande bedrag aan bij haar aangehouden rekeningen-courant in 2005 op om en nabij JPY 30-35 biljoen. Eind 2005 deelde de Bank of Japan echter mee dat zij haar sedert maart 2001 ten uitvoer gelegde beleid van kwantitatieve verruiming in de loop van het begrotingsjaar 2006 vermoedelijk stop zou zetten indien de gunstige projecties ten aanzien van de prijsontwikkelingen bewaarheid zouden worden (volgens de Bank of Japan is een voortdurende stijging van de consumptieprijzen een noodzakelijke voorwaarde om een punt te zetten achter haar huidige monetaire-beleidsstrategie).

In Azië, met uitzondering van Japan, is de – weliswaar robuust blijvende – groei in 2005 licht teruggelopen ten opzichte van het zeer snelle tempo tijdens het voorgaande jaar. Dat had voornamelijk te maken met de vertraging in de buitenlandse vraag, de minder levendige binnenlandse vraag en de hogere olieprijs. Op het vlak van de prijsontwikkelingen, gaven de hoge olieprijs in een aantal belangrijke economieën uit de regio – behalve in China – aanleiding tot hoge inflatiecijfers en de monetaire autoriteiten begonnen de rentetarieven geleidelijk op te trekken. De Chinese economie bleef fors groeien onder impuls van de dynamische buitenlandse vraag en de krachtige binnenlandse vraag. De macro-economische verkrappingsmaatregelen remden, vooral in de vastgoedsector, het elan van de investeringen af en stabiliseerden de inflatie. De overgang, in juli 2005, naar een meer flexibel (maar nog steeds sterk geleid) wisselkoersstelsel heeft de economie kennelijk niet significant beïnvloed. In december, na China's eerste omvangrijke nationale economische enquête, heeft het Chinese Nationale Bureau voor de Statistiek (NBS) het Chinese bbp voor 2004 opwaarts herzien met CNY 2,3 biljoen, of 16,8% van het eerder meegedeelde nominale bbp. Het NBS heeft ook de vanaf 1993 opgetekende cijfers van de Chinese bbp-groei herzien en ze met gemiddeld ongeveer 0,5 procentpunt verhoogd. Deze herziening werd voornamelijk gestuurd door de verbeterde meting van China's dienstensector, die bijna 50% ruimer bleek dan wat eerder was berekend. Het Chinese bbp groeide in 2005 met 9,9%.

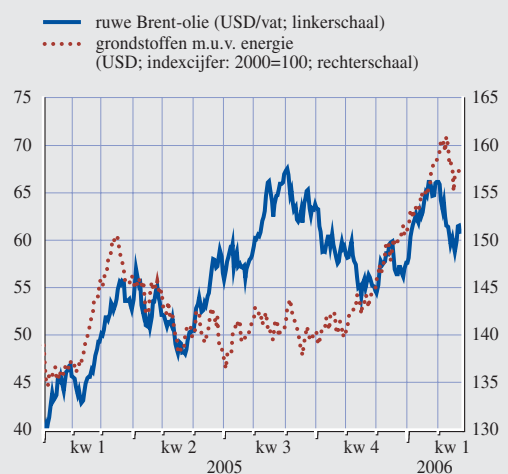
In Latijns-Amerika bleef de economische situatie er stevig op vooruitgaan, zij het ietwat trager dan in 2004. De regio wist profijt te trekken van de zeer gunstige externe omgeving en de hogere grondstoffenprijzen, wat haar financieel minder kwetsbaar maakte. Hoewel de economische groei in de regio gedragen werd door de forse toename van de uitvoer, had hij ook baat bij de aantrekkende vraag naar consumptie en bij het ontstaan van opportuniteiten voor nieuwe investeringen. Argentinië zag zijn reële productie snel groeien, terwijl in de twee grootste landen uit de regio, Brazilië en Mexico, het tempo van de economische expansie gematigd was.

GRONDSTOFFENPRIJZEN IN 2005 FORS GESTEGEN

De olieprijs zijn in 2005 voor het tweede jaar op rij fors gestegen. De prijs van ruwe Brent-olie klom begin september naar een nieuw record van USD 67,5 per vat. Vervolgens liep die prijs ietwat terug tot USD 58 aan het einde van het jaar. Voor heel 2005 bedroeg de prijs van ruwe Brent-olie gemiddeld USD 55, dat is 45% boven het gemiddelde voor 2004.

Terwijl de vraag naar olie in 2005 trager toenam, werd de reservecapaciteit over de gehele olieproductieketen verder uitgehold. De olieprijs bleven uitermate gevoelig voor wijzigingen in de vraag- en aanbodvoorwaarden. De trage groei van de olietoevoer uit niet-OPEC-landen droeg bij tot een verkrapping van de fundamentele vraag- en aanbodverhoudingen op de oliemarkt. De productie in het Gemenebest van Onafhankelijke Staten (tijdens de afgelopen jaren de belangrijkste bron van de groei van de olietoevoer uit niet-OPEC-landen) nam minder sterk toe en de productie van Noordzee-olie liep in 2005 terug. Bovendien werd de productie in de Amerikaanse Golf van Mexico hevig verstoord door extreme weersomstandigheden (nl. door de orkanen). De vraag naar olie uit de OPEC-landen, het "call on OPEC", nam derhalve toe. De opvoering van de productie in de

Grafiek 3 Belangrijkste ontwikkelingen in de grondstoffenmarkten



Bronnen: Bloomberg en Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv.

OPEC-landen was evenwel onvoldoende om de prijzen te matigen, aangezien de marktdeelnemers zich als gevolg van de afnemende reservecapaciteit van de productie in de OPEC-landen zorgen bleven maken over het gebrek aan een buffer tegen eventuele toekomstige aanbodverstoringen.

Door de toenemende vraag naar geraffineerde olieproducten werd de onbenutte raffineercapaciteit kleiner en er dienden zich ook steeds meer knelpunten aan als gevolg van de ontoereikende capaciteit om zware en zure ruwe aardolie te produceren. De kwaliteits-“mismatch” tussen het aangeboden en gevraagde marginale vat olie ondersteunde ook de prijzen van lichte en zachte aardolie van het Brent-type. De geopolitieke bezorgdheid over de veiligstelling van de toekomstige oliebevoorrading zette de olieprijzen extra onder druk, aangezien in verschillende olieproducerende landen (opnieuw) verstorende factoren opdoken.

De prijzen van de grondstoffen m.u.v. energie, zoals die worden afgemeten aan de index van het Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv, zijn sedert 2003 fors gestegen en bereikten in maart 2005 een hoogtepunt. De grondstoffenprijzen (de energieprijzen uitgezonderd) lieten in april en mei, totaal beschouwd, een lichte daling optekenen en bleven tijdens de daaropvolgende zes maanden min of meer stabiel. De prijzen van de grondstoffen m.u.v. energie zijn sedert november 2005 opnieuw gaan stijgen. In Amerikaanse dollar uitgedrukt, zijn de prijzen van de grondstoffen m.u.v. energie in 2005 in totaal met gemiddeld 9,5% gestegen. De goudprijs klom in 2005 naar zijn hoogste peil sedert 1981; in december 2005 bedroeg hij USD 538 per troy ons.

2.2 MONETAIRE EN FINANCIËLE ONTWIKKELINGEN

DYNAMIEK M3 BLEEF TOENEMEN IN EEN KLIMAAT VAN LAGE RENTETARIEVEN

In 2005 nam de geldgroei sterk toe, aangewakkerd door de stimulerende werking van het lage

rentepeil in het eurogebied. Het compenserende, temperende effect op de M3-groei dat uitging van de normalisatie van het beleggingsgedrag van de ingezetenen van het eurogebied (volgend op een periode van sterke liquiditeitsvoorkeur tussen 2001 en medio 2003), verloor tegelijkertijd aan kracht, vooral in de eerste helft van het jaar. Over het geheel genomen, droeg de toename van de geldgroei in de loop van 2005 bij tot de reeds ruime liquiditeitssituatie in het eurogebied.

Na een stijging in de tweede helft van 2004 bleef het groeitempo van M3 tijdens de eerste maanden van 2005 robuust. Vanaf april 2005 trok de monetaire groei opnieuw fors aan, waarbij het jaarlijkse groeitempo van M3 opliep tot 8,0% in het derde kwartaal van 2005. De monetaire dynamiek op de kortere termijn was bijzonder krachtig in het midden van het jaar; het zesmaands groeitempo van M3 op jaarbasis liep in september 2005 op tot het hoogste niveau sinds de aanvang van de derde fase van de EMU. In het laatste kwartaal van 2005 vertoonde de geldgroei enige tekenen van matiging, hoewel M3 op jaarbasis nog steeds groeide in een krachtig tempo van 7,8%.

Wat de componenten betreft, kwam de grootste bijdrage tot de totale M3-groei van de meest liquide activa in M3, die in het eng gedefinieerde monetaire aggregaat M1 zijn opgenomen. Bij de tegenposten was de monetaire expansie grotendeels toe te schrijven aan de kredietverlening door MFI's aan de particuliere sector. Beide ontwikkelingen geven aan dat het geldende lage rentepeil in het eurogebied, met lage opportuniteitskosten voor het aanhouden van liquide middelen en verminderde leningskosten, een belangrijke motor was van de monetaire dynamiek in 2005.

Die ontwikkelingen impliceren tevens dat de aanzienlijke toename van de M3-groei vanaf medio 2004 verschilde van de tussen 2001 en begin 2003 opgetekende stijging. In de laatstgenoemde periode, die werd gekenmerkt door een verhoogde economische en financiële onzekerheid, ging de toename van de jaarlijkse

Grafiek 4 M3 en leningen aan de particuliere sector

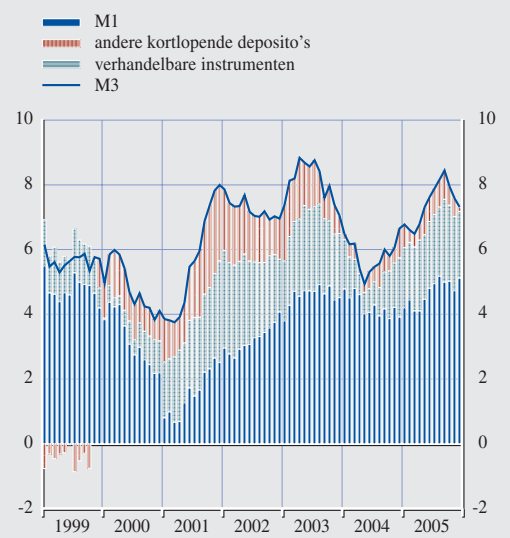
(mutaties in procenten per jaar; gecorrigeerd voor seizoen- en kalendereffecten)



Bron: ECB.

Grafiek 5 Bijdragen tot de jaarlijkse M3-groei

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



Bron: ECB.

M3-groei gepaard met een gestage daling van het jaarlijkse groeitempo van de leningen aan de particuliere sector (zie Grafiek 4). De sterkere monetaire dynamiek sinds medio 2004 hield daarentegen verband met een toegenomen groei van de kredietverlening aan de particuliere sector. Die dynamiek weerspiegelt dus wellicht veeleer fundamentele factoren, met name het lage rentepeil, dan de invloed van portefeuilleherschikkingen ten gevolge van de volatiliteit op de financiële markten, bijvoorbeeld de herschikkingen tussen 2001 en medio 2003 (voor een analyse van de stuwende krachten achter de M3-groei sinds medio 2004 wordt verwezen naar Kader 1 getiteld “De veranderende aard van de sterke monetaire dynamiek tijdens de afgelopen jaren”).

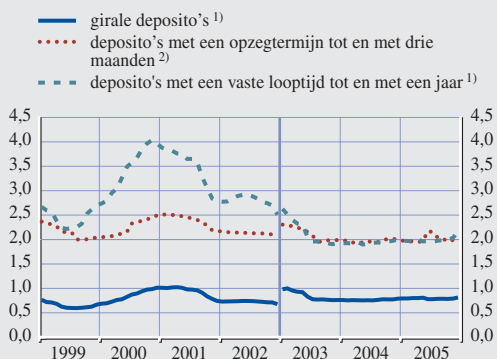
De normalisatie van het beleggingsgedrag van de ingezetenen van het eurogebied volgend op hun verhoogde liquiditeitsvoorkeur tussen 2001 en medio 2003, zette zich gedurende 2005 voort, zij het slechts zeer traag. Zij herschikten hun portefeuilles van liquide naar langerlopende activa, wat de M3-groei enigszins temperde, zij het veel matiger dan wat kon worden

verwacht op grond van eerdere gedragspatronen. Met name bleek de geldaanhoudende sector in het eurogebied nog steeds weinig geneigd te beleggen in buitenlandse activa, wat in contrast stond met de bereidheid van buitenlanders om te beleggen in activa uit het eurogebied. Tegen het einde van het jaar waren er echter voorzichtige tekenen dat de afwikkeling van eerdere portefeuilleherschikkingen naar liquide activa werd hervat, zoals blijkt uit het verloop van de netto externe activa van de MFI's. In zoverre die afwikkeling de geldgroei tempert, zou dit impliceren dat de officiële reeksen voor de groei van M3 het onderliggende monetaire-expansietempo onderschatten.

Net als in 2003 en 2004 kwam de belangrijkste bijdrage tot de jaarlijkse M3-groei in 2005 van de meest liquide M3-componenten die zijn opgenomen in M1 (zie Grafiek 5). De aanhoudend sterke totale bijdrage van M1 verhulde enkele verschillen in de ontwikkeling van de onderliggende componenten. Enerzijds nam het jaarlijkse groeitempo van de chartale-geldomloop in de loop van 2005 af van 18,5% in januari tot 13,7% in december. Dit strookte met

Grafiek 6 Korte rente op deposito's

(procenten per jaar)



Bron: ECB.

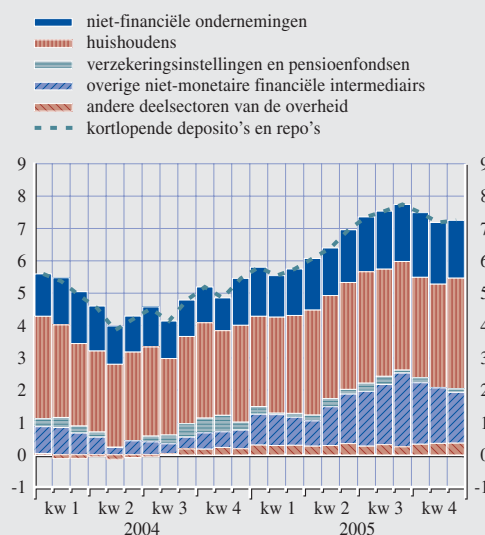
Toelichting: Gegevens over de bancaire rentetarieven tot en met december 2002 en over de door MFI's gehanteerde rentetarieven op nieuwe contracten uitgezonderd rekening-courantkredieten vanaf januari 2003 (gewogen vanaf december 2003). Voor nadere informatie over statistieken met betrekking tot door MFI's gehanteerde rentetarieven en over het gebruik van gewichten wordt verwezen naar respectievelijk Kader 2 in het ECB Maandbericht van december 2003 en Kader 3 in het ECB Maandbericht van augustus 2004.

1) Vóór 2003 de rente op deposito's van ondernemingen. Vanaf januari 2003 de rente op deposito's van huishoudens en niet-financiële ondernemingen.

2) Vóór 2003 de rente op deposito's van ondernemingen. Vanaf januari 2003 de rente op deposito's van huishoudens.

Grafiek 7 Bijdragen tot de jaarlijkse groei van kortlopende deposito's en repo's

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



Bron: ECB.

Toelichting: De rapporterende sector omvat de MFI's met uitzondering van het Eurosysteem en de centrale overheid.

de verwachtingen omtrent een langdurig aanpassingsproces van de vraag naar bankbiljetten en munten na de overgang op de chartale euro in januari 2002. Anderzijds nam de jaarlijkse groei van de girale deposito's in 2005 toe, geschaagd door de zeer geringe opportunitetskosten voor het aanhouden van die instrumenten tegen de achtergrond van het erg lage rentepeil. De gemiddelde rente op de girale deposito's van de huishoudens en de niet-financiële ondernemingen bleef ten opzichte van eind 2003 grotendeels onveranderd en bedroeg eind 2005 0,81% (zie Grafiek 6). Terzelfder tijd kunnen ook financiële innovaties, zoals de zeer liquide en hoogrentende internet-depositorekeningen, die deels worden beschouwd als girale deposito's, een rol hebben gespeeld.

Terwijl M1 in 2005 de grootste totale bijdrage tot de M3-groei leverde, was de stijging van de jaarlijkse M3-groei in 2005 in ruime mate toe te schrijven aan het verloop van de kortlopende

deposito's met uitzondering van girale deposito's (zie Grafiek 5). Hun gemiddelde bijdrage tot de jaarlijkse M3-groei lag in 2005 rond 2,1 procentpunten, bijna dubbel zoveel als in 2004. Deze grote bijdrage weerspiegelde een gestage toename van de groei op jaarbasis van de kortlopende termijndeposito's (deposito's met een vaste looptijd tot en met twee jaar), terwijl die van de kortlopende spaardeposito's (deposito's met een opzegtermijn tot en met drie maanden) in de loop van het jaar geleidelijk terugliep. Al met al is de relatief krachtige vraag naar kortlopende deposito's wellicht het gevolg van de lage opportunitetskosten voor het aanhouden van die betrekkelijk laagrentende, maar ook vrij liquide activa bij een lage rentestand.

De gemiddelde bijdrage van de verhandelbare instrumenten tot de jaarlijkse groei van M3 nam in 2005 slechts licht toe tot 0,6 procentpunt, tegen 0,5 procentpunt in het voorgaande jaar.

Achter die toename gingen uiteenlopende ontwikkelingen in de componenten schuil. Enerzijds bleef het jaarlijkse groeitempo van de aandelen/participaties in geldmarktfondsen relatief gematigd. Aangezien deze activa vaak door huishoudens en bedrijven worden aangehouden als een veilig spaarmiddel in tijden van economische en financiële onzekerheid, strookte hun matige groei met een voortdurende, maar trage normalisatie van het beleggingsgedrag van de ingezetenen van het eurogebied in 2005. Anderzijds trok de vraag naar schuldbewijzen met een looptijd tot en met twee jaar sterk aan, mogelijk als gevolg van de opkomst van nieuwe gestructureerde producten, waarin schuldbewijzen worden gecombineerd met afgeleide instrumenten die een zekere blootstelling aan de ontwikkelingen op de aandelenmarkten met zich brengen, terwijl ze de beleggers beschermen tegen grote kapitaalverliezen. Het gemiddelde jaarlijkse groeitempo van de repo's nam in 2005 eveneens sterk toe ten opzichte van het voorgaande jaar, hoewel de groei van die instrumenten zeer grillig kan zijn.

Een uitsplitsing naar sector van de kortlopende deposito's en de repo's (dat is de grootste aggregatie van M3-componenten waarvoor een betrouwbare sectorale uitsplitsing beschikbaar is) wijst uit dat de toename van de geldgroei in de loop van 2005 in hoge mate toe te schrijven was aan de deposito's aangehouden door andere financiële intermediairs dan MFI's (zie Grafiek 7). Vooral de niet-monetaire financiële intermediairs uitgezonderd verzekeringsinstellingen en pensioenfondsen (ook overige financiële intermediairs of OFI's genoemd) waren in

ruime mate verantwoordelijk voor de opwaartse dynamiek van M3 gedurende het grootste gedeelte van 2005, hoewel ze slechts een gering deel uitmaken van de totale geldhoeveelheid. Het toegenomen belang van de OFI's als geldaanhoudende sector tijdens de afgelopen jaren zou in hoge mate de afspiegeling kunnen zijn van de financiële deregulering en liberalisering, alsook van de daarmee gepaard gaande ontwikkeling van diepere en meer liquide effectenmarkten.

Tegelijkertijd nam de bijdrage van de door niet-financiële ondernemingen aangehouden deposito's tot de groei van de kortlopende deposito's en de repo's eveneens wat toe ten opzichte van 2004. Bij de niet-financiële ondernemingen bestaan die tegoeden doorgaans vooral uit de meest liquide depositosoorten, wat doet vermoeden dat ze over het algemeen worden aangehouden voor transactiedoeleinden en verband houden met korte-termijnfinancieringen en werkkapitaalbehoeften. Bovendien zou de sterkere groei van de bedrijfsdeposito's ook kunnen zijn ingegeven door voorzorgsmotieven, aangezien niet-financiële ondernemingen mogelijk liquide deposito's aanhouden om, in geval van onverwachte liquiditeitsbehoeften, de opportuniteitskosten van gederfde investeringsmogelijkheden en/of de kosten voor het verkrijgen van externe financiering te vermijden.

Ten slotte blijkt uit de sectorale uitsplitsing van kortlopende deposito's en repo's dat de huishoudens gedurende heel 2005 de belangrijkste bijdrage bleven leveren tot de forse groei van die instrumenten.

Kader I

DE VERANDERENDE AARD VAN DE STERKE MONETAIRE DYNAMIEK TIJDENS DE AFGELOPEN JAREN

De monetaire ontwikkelingen in de afgelopen jaren werden gekenmerkt door twee periodes met een aanzienlijke toename van de jaarlijkse groei van M3. De eerste periode begon met de verdubbeling van de jaarlijkse M3-groei van ongeveer 4% tot om en bij 8% gedurende 2001 en eindigde met een verdere stijging tot bijna 9% in de eerste helft van 2003. De tweede periode ving medio 2004 aan; sindsdien is het jaarlijkse groeitempo van M3 gestegen van ongeveer 5% tot een piek van 8% in het derde kwartaal van 2005. In dit Kader wordt gebruik gemaakt van in de

componenten en tegenposten van M3 vervatte informatie en van de sectorale uitsplitsing van de deposito's om de uiteenlopende aard van de toename van de geldgroei in beide periodes te verduidelijken.

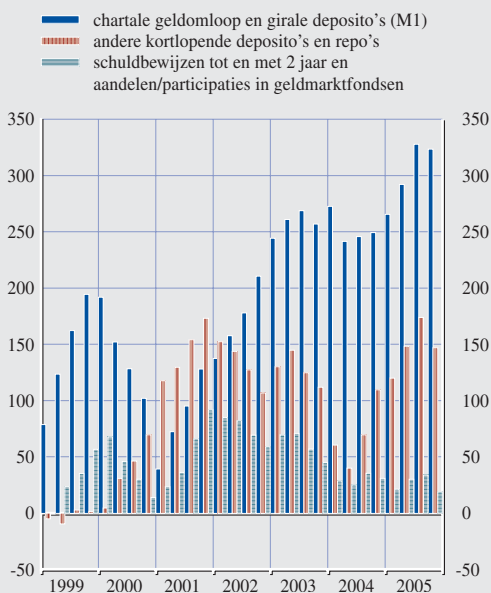
De belangrijkste stuwende kracht achter de sterkere M3-groei tussen 2001 en de eerste helft van 2003 was de toenmalige verhoogde geopolitieke, economische en – vooral – financiële onzekerheid, die gepaard ging met een reeks grote schokken die de wereldeconomie troffen.¹ Deze schokken omvatten een scherpe daling van de aandelenkoersen, de terroristische aanslagen op 11 september 2001 in de Verenigde Staten, een vloed van boekhoudschandalen aan beide zijden van de Atlantische Oceaan na de correctie op de aandelenmarkten, en de oorlogen van eind 2001 in Afghanistan en begin 2003 in Irak. Op zoek naar een “vluchthaven” voor de spaarmiddelen in het licht van die schokken, herschikte de geldaanhoudende sector (hoofdzakelijk huishoudens en niet-financiële ondernemingen) de portefeuilles van risicovolle en langerlopende activa naar veilige en liquide monetaire activa, waardoor de geldgroei werd opgedreven. In de periode sinds medio 2004, daarentegen, was de sterkere monetaire groei blijkbaar van een meer fundamentele aard, omdat deze werd aangewakkerd door de lage rentestand en de daaruit voortvloeiende geringe opportuniteitskosten voor het aanhouden van geld.

Uit een nadere beschouwing van de componenten van M3 blijkt dat de portefeuilleherschikkingen van risicovolle naar liquide activa tussen 2001 en medio 2003 zorgden voor een hogere instroom in schuldbewijzen met een looptijd tot en met twee jaar en in aandelen/participaties in geldmarktfondsen, die door huishoudens en bedrijven worden aangehouden om in tijden van verhoogde onzekerheid liquiditeiten te “parkeren”. Bijgevolg oefenden de ontwikkelingen van die twee componenten een belangrijke invloed uit op de totale monetaire dynamiek, terwijl de bijdrage van de meest liquide componenten van ondergeschikt belang was. Daarentegen werd de hoge M3-groei sinds medio 2004 gedragen door de meest liquide componenten, die vervat zijn in het eng gedefinieerde monetaire aggregaat M1. Tegelijkertijd was de instroom op jaarbasis in schuldbewijzen met een looptijd tot en met twee jaar en in aandelen/participaties in geldmarktfondsen bescheiden (zie Grafiek A).

In verband met de tegenposten van M3 valt de uiteenlopende aard van de sterke geldgroei in beide periodes op te maken uit het verloop van de leningen aan de particuliere sector (zie Grafiek 4 in de hoofdttekst). Tussen 2001 en medio 2003 ging de toename van de M3-groei gepaard met een gestage daling van het jaarlijkse groeitempo van de leningen aan de particuliere sec-

Grafiek A Componenten van M3

(twaalfmaands stromen; miljarden euro's; gecorrigeerd voor seizoen- en kalendereffecten)



Bron: ECB.

¹ Zie het artikel getiteld “Money demand and uncertainty” in het ECB Maandbericht van oktober 2005.

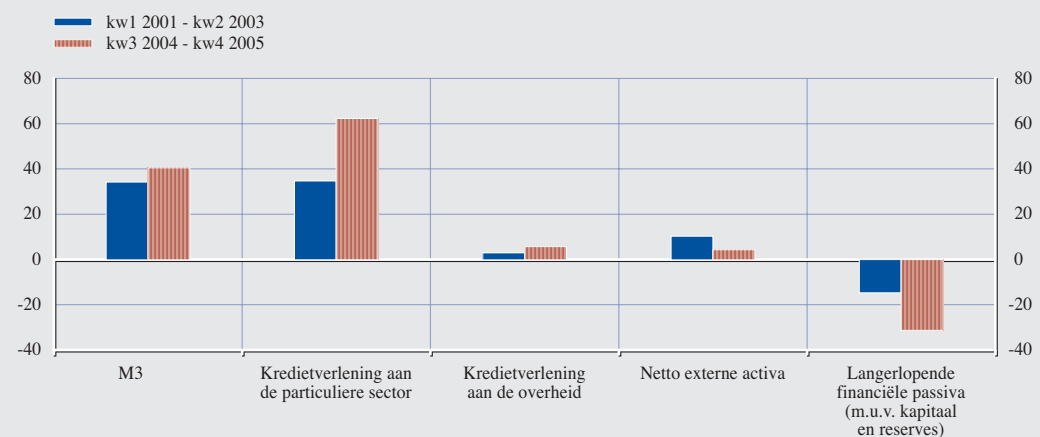
tor. Met andere woorden, tijdens de langdurige periode van verhoogde economische en financiële onzekerheid bewogen de groeicijfers van M3 en van de kredietverlening aan de particuliere sector in tegengestelde richtingen. Daarentegen werd de periode sinds medio 2004 gekenmerkt door een stijging van zowel de geldgroei als de groei van de leningen aan de particuliere sector, als gevolg van de lage opportuiniteitskosten voor het aanhouden van monetaire activa en de gunstige financieringsvoorwaarden wegens het lage rentepeil.

In grafiek B wordt de belangrijke rol weergegeven die de sterke kapitaalimport in het eurogebied vervulde bij de toename van de monetaire dynamiek van 2001 tot medio 2003 (voorgesteld door de veranderingen in de netto externe activa tijdens die periode). In een klimaat van verhoogde financiële en geopolitieke onzekerheid hebben ingezetenen van het eurogebied voorheen in buitenlandse aandelen belegd kapitaal gerepatriëerd, op zoek naar een vluchthaven voor de schokken die de wereldeconomie troffen. In de periode sinds medio 2004 speelde de verandering in de netto externe vermogenspositie een veel bescheidener rol in de versterking van de monetaire dynamiek, hoewel die verandering positief bleef. Terwijl dit aangeeft dat de geldaanhoudende sector in het eurogebied weinig geneigd bleef om te beleggen in buitenlandse activa (althans ten opzichte van de vraag van niet-ingezetenen van het eurogebied naar in het eurogebied uitgegeven activa), was de invloed hiervan op de M3-groei gematigd in vergelijking met de impuls die uitging van de expansie van de kredietverlening.

Met betrekking tot de totale ontwikkeling van de tegenposten van M3 gaf de periode tussen 2001 en medio 2003 een verschuiving te zien van risicovolle langerlopende activa naar korterlopende monetaire activa, zoals blijkt uit de matige stroom van beleggingen in door MFI's uitgegeven langerlopende financiële passiva. In de periode sinds medio 2004 kon, tegen de achtergrond van een expansie van de totale geconsolideerde balans van de MFI's, een omvangrijke instroom in door MFI's uitgegeven langerlopende financiële passiva worden opgetekend, parallel met de sterke monetaire dynamiek.

Grafiek B Ontwikkeling M3 en tegenposten

(maandelijke stromen; periodegemiddelden; miljarden euro's; gecorrigeerd voor seizoen- en kalendereffecten)



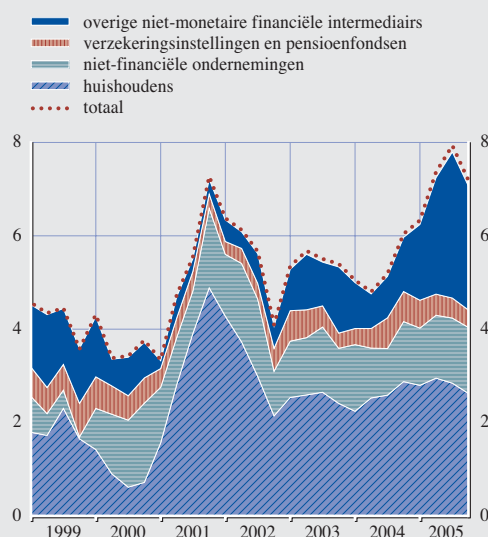
Bron: ECB.

Toelichting: M3 is enkel opgenomen als referentie. De langerlopende financiële passiva (m.u.v. kapitaal en reserves) zijn met een tegengesteld teken weergegeven, omdat zij passiva van de MFI-sector zijn.

Wat, ten slotte, de sectorale uitsplitsing betreft van de deposito's voor alle looptijden samen (het aggregaat waarvoor sinds 1999 een uitsplitsing naar sector beschikbaar is en dat de buiten M3 vallende langerlopende deposito's omvat), blijkt dat gedurende de eerste periode de stijging van de vraag naar deposito's (met inbegrip van repo's) overwegend afkomstig was van de huishoudens (zie Grafiek C). Dit weerspiegelt de toegenomen risico-aversie en de grotere voorkeur voor liquiditeiten van de huishoudens na het barsten van de zeepbel op de aandelenmarkten en het ontstaan van geopolitieke onzekerheid. In de tweede periode werd de sterkere groei van de deposito's voor alle looptijden samen gekenmerkt door een toenemende bijdrage van de "overige niet-monetaire financiële intermediairs", terwijl de invloed van de deposito's van huishoudens matig was. De gegevens voor kortlopende deposito's en repo's (dat zijn de componenten van M3 waarvoor een sectorale uitsplitsing beschikbaar is, zij het pas sinds 2003) geven echter aan dat de bijdrage van de huishoudens in deze periode groter is voor de in M3 opgenomen deposito's dan voor de totale in deposito's aangehouden tegoeden.

Grafiek C Sectorale samenstelling van deposito's

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



Bron: ECB.
Toelichting: De rapporterende sector omvat de MFI's met uitzondering van het Eurosysteem.

Samengevat, bevestigt de analyse van de sectorale uitsplitsing van deposito's en van de componenten en tegenposten van M3 dat beide periodes van sterke M3-groei in de afgelopen jaren, namelijk van 2001 tot de eerste helft van 2003 en sinds medio 2004, verschillend van aard waren. Met name wezen de forse groei van de meest liquide componenten en de dynamiek van de vraag naar kredieten erop dat tijdens de laatstgenoemde periode het lage rentepeil een stuwende kracht was achter de monetaire groei. In verband met de gevolgen voor de prijsstabiliteit lijkt de eerdere opflakking van de M3-groei, in een klimaat van uitzonderlijke financiële en geopolitieke onzekerheid die leidde tot een verhoogde voorkeur voor liquiditeiten, veranderingen in het beleggingsgedrag te weerspiegelen en kan ze worden beschouwd als relatief gunstig voor de vooruitzichten inzake het prijsverloop, terwijl de uiteenlopende aard van de krachtige monetaire ontwikkelingen sinds medio 2004 een hoger risico inhoudt voor inflatoire druk op de middellange tot langere termijn.

GROEI VAN DE KREDIETVERLENING DOOR MFI'S AAN DE PARTICULIERE SECTOR NAM VERDER TOE

Wat de tegenposten betreft, werd de monetaire dynamiek aangewakkerd door een voortdurende toename van de kredietverlening door MFI's aan de particuliere sector (zie Grafiek 8). Dit was het gevolg van een forse stijging van de jaarlijkse groei van de MFI-leningen aan de parti-

culiere sector, tegen de achtergrond van een lage rentestand, verbeterde omstandigheden inzake het kredietaanbod (zoals blijkt uit de enquête naar de bancaire kredietverlening voor het eurogebied) en scherpe stijgingen van de activaprijzen, vooral op de woningmarkt. Eind 2005 was de jaarlijkse groei van de leningen aan de particuliere sector toegenomen van 7,1% in

december 2004 tot 9,1%. De sterke groei van de MFI-leningen aan de particuliere sector in 2005 deed zich voor in alle belangrijke geldaanhoudende sectoren. Terwijl de grootste bijdrage tot de groei van de leningen aan de particuliere sector toe te schrijven was aan de huishoudens – deze bijdrage omvatte hoofdzakelijk woninghypotheken –, vloeide de aanhoudende toename van de kredietgroei ook in ruime mate voort uit het verloop van de leningen aan zowel de niet-financiële ondernemingen als de overige financiële intermediairs.

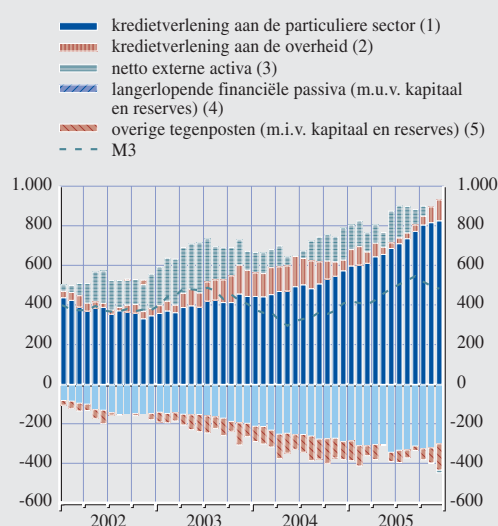
Bij de overige tegenposten van M3 bleef de groei van de door MFI's uitgegeven langerlopende financiële passiva (uitgezonderd kapitaal en reserves) in 2005 robuust, na een aanzienlijke toename in het voorgaande jaar. Dit wijst erop dat de geldaanhoudende sector van het eurogebied nog steeds geneigd is te beleggen in langerlopende activa in euro. Aangezien de door MFI's uitgegeven langerlopende financiële passiva in 2005 niet versnelden ten opzichte van 2004, gaf dat verloop echter ook aan dat de normalisatie van het beleggingsgedrag van de ingezetenen van het eurogebied, waarbij deze liquide monetaire activa omzetten in instrumenten met een langere looptijd, aan kracht inboette.

De netto externe activa van de MFI's vertoonden, in het grootste deel van 2005, nog steeds positieve stromen op jaarbasis, die een opwaartse druk op de dynamiek van M3 uitoefenden (zie Grafiek 8). Volgens betalingsbalansgegevens blijkt uit dit verschijnsel dat niet-ingezetenen van het eurogebied meer geneigd waren om in aandelen en obligaties uit het eurogebied te beleggen dan ingezetenen van het eurogebied om in het buitenland te beleggen. Gedurende de eerste helft van het jaar hield dat beleggingspatroon mogelijk verband met het wisselkoersverloop van de euro.¹

In de tweede helft van het jaar was daarentegen van maand tot maand een netto kapitaaluitstroom uit het eurogebied te zien, die mogelijk toe te schrijven was aan de verdere toename van het renteverval tussen de Verenigde Staten en

Grafiek 8 Tegenposten van M3

(twaalfmaands stromen; miljarden euro's; gecorrigeerd voor seizoen- en kalendereffecten)



Bron: ECB.

Toelichting: M3 is enkel opgenomen als referentie ($M3 = 1+2+3-4+5$). De langerlopende financiële passiva (m.u.v. kapitaal en reserves) zijn met een tegengesteld teken weergegeven, omdat zij passiva van de MFI-sector zijn.

het eurogebied in het korte segment van de rendementscurve. Dit had mogelijk te maken met een zekere afwikkeling van eerdere portefeuilleherschikkingen naar monetaire activa, waarbij deze laatste werden herbelegd in risicovollere buitenlandse effecten, nadat de beleggers in het eurogebied klaarblijkelijk minder terughoudend waren geworden om in het buitenland te beleggen. Hierdoor liep de jaarlijkse aanwas van de netto externe activa van de MFI's in het eurogebied geleidelijk terug, zodat deze tegenpost in november 2005 uiteindelijk negatief werd, voor het eerst sinds december 2001. Tegen het einde van het jaar compenseerde het temperende effect van het verloop van de netto externe activa en de langerlopende financiële passiva op de M3-groei ruimschoots de toename van de kredietgroei.

¹ Voor nadere informatie over het verband tussen de wisselkoersontwikkelingen en het verloop van de netto externe activa van de MFI's wordt verwezen naar het Kader getiteld "Recent developments in MFI net external assets" in het ECB Maandbericht van juli 2005.

LIQUIDITEIT BLEEF RUIM

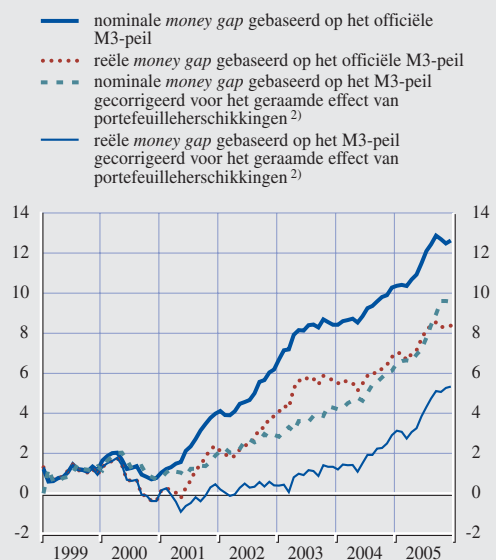
De sterkere dynamiek van M3 in de loop van 2005 vergrootte de reeds ruime liquiditeitsvoorraad in het eurogebied. De bestaande ramingen van de liquiditeitsverhoudingen (zoals weergegeven door de nominale en de reële *money gap*), waarin gepoogd wordt de beschikbare liquiditeit te meten die uitstijgt boven het bedrag dat nodig is om een niet-inflatoire economische groei te financieren, namen in 2005 verder toe (zie Grafiek 9). De nominale *money gap* wordt gedefinieerd als het verschil tussen het werkelijke peil van M3 en het niveau van M3 dat zou zijn ontstaan bij een constante M3-groei ten belope van de referentiewaarde van 4½% sinds december 1998, terwijl de reële *money gap* de nominale *money gap* corrigeert voor de overliquiditeit die werd afgeroomd door eerdere prijsontwikkelingen (zijnde de cumulatieve afwijking van de inflatiecijfers ten opzichte van de ECB-definitie van prijsstabiliteit). Tegen het einde van het jaar vertoonden beide maatstaven enige tekenen van stabilisatie, zij het op een nog steeds hoog peil.

De ECB publiceerde tevens regelmatig *money gaps* gebaseerd op een aangepaste M3-reeks, waarin wordt getracht de geraamde weerslag te corrigeren van portefeuilleherschikkingen naar monetaire activa ten gevolge van de verhoogde economische en financiële onzekerheid tussen 2001 en 2003.² Die aangepaste maatstaven vertoonden dezelfde opwaartse beweging in 2005, maar bleven aanzienlijk lager dan de overeenkomstige *money gaps* op basis van de officiële M3-reeks.

Bij de beoordeling van die liquiditeitsmaatstaven moet echter worden bedacht dat het onvolmaakte ramingen van de liquiditeitsverhoudingen zijn. Omdat de basisperiode tot op zekere hoogte willekeurig gekozen is, bestaat er heel wat onzekerheid over het peil van die maatstaven en moet dit derhalve omzichtig worden geïnterpreteerd. Bovendien kan niet volledig worden uitgesloten dat de huidige liquiditeits-situatie in zekere mate voortvloeit uit een permanente verandering in het geldvraaggedrag van de economische subjecten, met andere woorden

Grafiek 9 Ramingen van de *money gap*¹⁾

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



Bron: ECB.

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

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

een structureel grotere liquiditeitsvoorkeur en, derhalve, een toename van de gewenste omvang van het aangehouden geld. Ten slotte is de voor portefeuilleherschikkingen gecorrigeerde M3-raming omgeven door een grote onzekerheid die verband houdt met de raming van de correcties aan M3 zelf.

Deze aanzienlijke onzekerheid komt goed tot uiting in de uiteenlopende ramingen die de vier hier besproken liquiditeitsmaatstaven weergeven. Ondanks die onzekerheid komt uit die maatstaven echter als algeheel beeld naar voren

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

dat de liquiditeitsverhoudingen in het eurogebied in de loop van 2005 ruim bleven. Op de middellange tot langere termijn levert een ruime liquiditeit risico's op voor de prijsstabiliteit. Bovendien impliceert een sterke geld- en kredietgroei tegen de achtergrond van de reeds ruime liquiditeit, dat nauwlettend moet worden toegezien op de ontwikkelingen van de activa-prijzen, vooral op de woningmarkten, aangezien er mogelijk overwaarderings kunnen ontstaan.

NA STABIEL TE ZIJN GEBLEVEN, STEEG DE GELDMARKTRENTTE TEGEN HET EINDE VAN HET JAAR

Gedurende het grootste deel van 2005 besloot de Raad van Bestuur de basisrentetarieven ongewijzigd te laten. Op 1 december 2005 werden de basisrentetarieven van de ECB met 25 basispunten verhoogd, maar ze bleven naar historische maatstaven laag. De geldmarktrente in het korte segment van de rendementscurve (zoals de in Grafiek 10 weergegeven eenmaands EURIBOR) volgde die aanpassing van de basisrente van de ECB nauwgezet. De geldmarktrente bleef grotendeels stabiel op een peil van iets meer dan 2% tot november en steeg toen bij verwachtingen omtrent een verhoging van de basisrentetarieven van de ECB.

De geldmarktrente voor langere looptijden bleef in het eerste kwartaal van 2005 grotendeels stabiel, op een peil dat iets boven de rente voor kortere looptijden lag. In het tweede kwartaal van 2005 begon de twaalfmaands EURIBOR terug te lopen, zodat deze tegen eind juni even hoog – en kortstondig zelfs lager – stond dan de rente in het korte segment van de geldmarktrendementscurve. Deze neerwaartse beweging keerde tegen eind juli 2005 weer om en vanaf het begin van het vierde kwartaal versnelde de opwaartse trend van de rentetarieven voor langere looptijden, een ontwikkeling die begin 2006 aanhield.

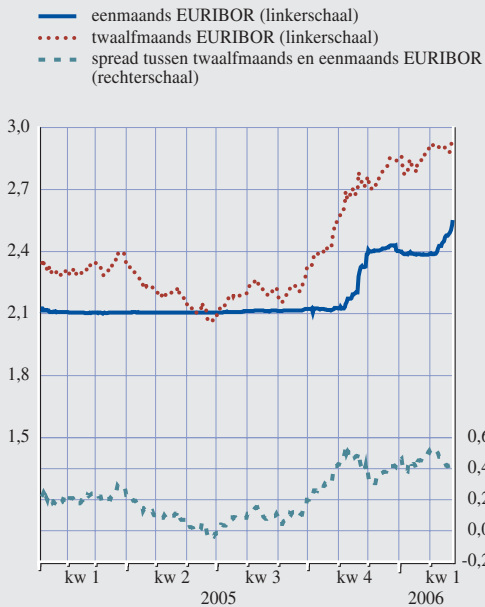
Die ontwikkelingen kwamen tot uiting in de helling van de geldmarktrendementscurve. Tegen eind mei 2005 leidden verwachtingen omtrent een verlaging van de basisrentetarie-

ven van de ECB tot een neerwaartse beweging van de rente, vooral in het langere segment van de geldmarktrendementscurve. De helling van deze curve – zoals afgemeten aan het verschil tussen de twaalfmaands en de eenmaands EURIBOR – werd negatief in juni en bereikte op 23 juni 2005 een dieptepunt van -5 basispunten. De marktverwachtingen ten aanzien van een verdere verlaging van de basisrentetarieven van de ECB ebden echter snel weg naarmate de vooruitzichten voor de economische groei in het eurogebied verbeterden. Dit resulteerde in een stijging in de helling van de geldmarktrendementscurve die aanhield tot medio november, toen de korte rente reageerde op de toenemende verwachtingen van een verhoging van de basisrentetarieven en de rendementscurve enigszins afvlakte. Na de jaarwisseling bleef de kortere geldmarktrente overwegend stabiel, terwijl de langere rentetarieven bleven stijgen. Bijgevolg werd de helling van de rendementscurve in januari 2006 steiler tot deze een peil bereikte dat vergelijkbaar was met het niveau van medio november. In februari sloeg deze beweging echter om, waarbij de korte rente toenam, terwijl de lange rente grotendeels stabiel bleef, zodat de eenmaands en de twaalfmaands EURIBOR op 24 februari respectievelijk 2,55% en 2,96% bedroegen. Daardoor nam de helling van de geldmarktrendementscurve in de loop van februari weer met 10 basispunten af.

De impliciete volatiliteit afgeleid van opties op driemaands EURIBOR-futurescontracten liep tussen januari en mei 2005 aanzienlijk terug, wat wees op een zeer geringe onzekerheid van de marktdeelnemers omtrent het verwachte toekomstige beloop van de korte rente. Vanuit dit lage peil is de volatiliteit echter tweemaal gestegen: in juni 2005 en, meer uitgesproken, gedurende het vierde kwartaal van 2005. In beide gevallen ging de stijging van de volatiliteit gepaard met het ontstaan van marktverwachtingen omtrent een aanpassing van de basisrente van de ECB. Tegen het einde van het jaar en in het bijzonder na de renteverhoging door de Raad van Bestuur op 1 december, nam de volatiliteit eerst af, waarna ze stabiliseerde. Begin 2006 daalde de volatiliteit

Grafiek 10 Korte rente in het eurogebied en helling van de geldmarktrendementscurve

(procenten per jaar; procentpunten; daggegevens)



Bron: Reuters.

opnieuw, tot een zeer laag peil vergeleken met dat van 2005 (zie Grafiek 11).

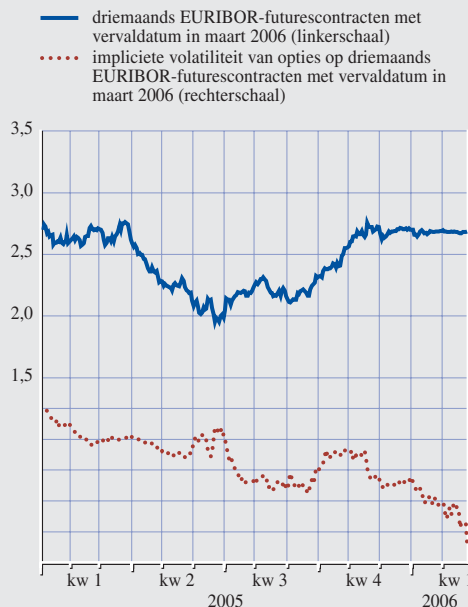
RENDEMENTEN OP LANGLOPENDE OBLIGATIES OP EEN HISTORISCH LAAG PEIL IN 2005

In 2005 bevonden de rendementen op langlopende obligaties in het eurogebied zich op het laagste peil in honderd jaar.³ Van het historisch lage niveau van 3,1% in september 2005 stegen de rendementen op tienjaars overheidsobligaties in het eurogebied tot 3,4% tegen het einde van het jaar, nog altijd ongeveer 35 basispunten onder het peil van eind 2004 (zie Grafiek 12).

Over het geheel genomen, weerspiegelden de lage rendementen op langlopende obligaties in het eurogebied in 2005 de perceptie van de marktdeelnemers dat de inflatoire druk op lange termijn matig is en de reële rendementen laag zijn (zie Grafiek 13). De inflatieverwachtingen voor de lange termijn – zoals die tot uiting komen in de “*break-even*”-inflatie – schommelden in de loop van 2005 binnen een vrij smalle marge en bleven dus stevig verankerd op een

Grafiek 11 Driemaands EURIBOR-futuresrente en impliciete volatiliteit afgeleid van opties op driemaands EURIBOR-futurescontracten

(procenten per jaar; basispunten; daggegevens)



Bronnen: Reuters en Bloomberg.

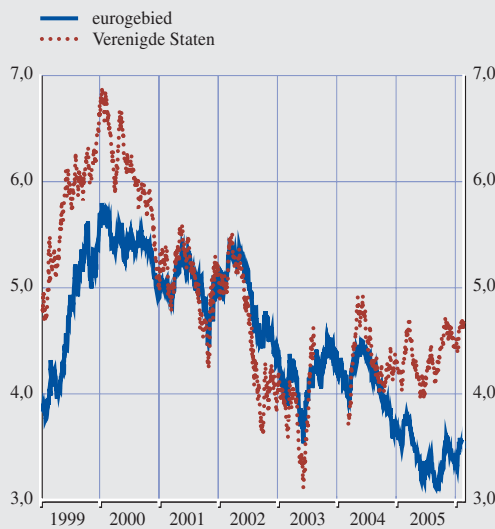
relatief laag peil. De reële rendementen op langlopende obligaties bleken niet alleen te zijn beïnvloed door neerwaartse herzieningen van de groeiverwachtingen op lange termijn, vooral tegen de achtergrond van de stijging van de olieprijs (zie Kader 2 getiteld “De invloed van de stijgende olieprijs op de obligatierendementen en de aandelenkoersen: een historische vergelijking voor het eurogebied en de Verenigde Staten”), maar ook door de hoge vraag naar overheidsobligaties.

Tegen het einde van het eerste kwartaal bereikten de rendementen op langlopende obligaties in het eurogebied hun hoogste peil in 2005, namelijk 3,8%, hoofdzakelijk onder invloed van de stijging van het rendement op Amerikaanse langlopende overheidsobligaties ten gevolge van de toegenomen druk op de prijzen en de publicatie van doorgaans gunstige gegevens

³ Zie het Kader getiteld “Long-term and short-term nominal interest rates in the largest euro area countries from a historical perspective” in het ECB Maandbericht van augustus 2005.

Grafiek 12 Rendementen op langlopende overheidsobligaties ¹⁾

(procenten per jaar; daggegevens)

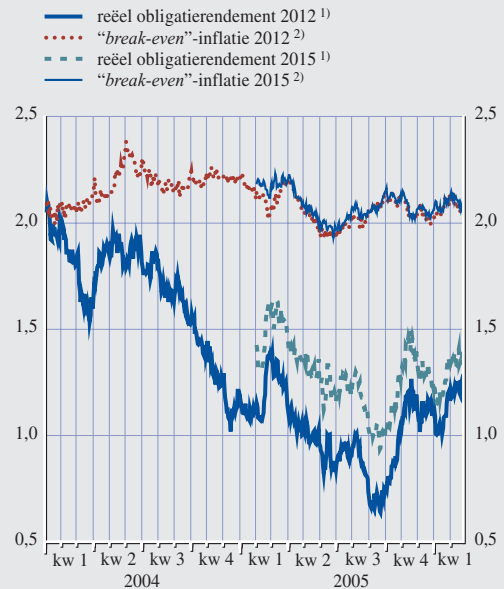


Bronnen: Reuters, Bloomberg en Thomson Financial Data-stream.

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

Grafiek 13 Reëel obligatierendement en “break-even”-inflatie in het eurogebied

(procenten per jaar; daggegevens)



Bronnen: Reuters en berekeningen van de ECB.

1) Afgeleid van de beurskoersen van aan de HICP voor het eurogebied, m.u.v. tabak, geïndexeerde Franse overheidsobligaties.
2) Voor nadere informatie over de berekeningsmethode wordt verwezen naar Kader 2 in het ECB Maandbericht van februari 2002.

over de economische vooruitzichten in de Verenigde Staten.

Van het einde van het eerste kwartaal tot het einde van het derde kwartaal gingen de rendementen op langlopende obligaties in het eurogebied opnieuw naar omlaag, tot ze tegen het einde van het derde kwartaal van 2005 een historisch dieptepunt van 3,1% bereikten. Deze daling van de rendementen op langlopende obligaties weerspiegelde een vermindering van de reële rendementen tot het einde van het derde kwartaal, terwijl de bezorgdheid omtrent de inflatie matig bleef, ondanks de stijging van de olieprijs (zie Grafiek 13). De daling van de reële rendementen leek slechts gedeeltelijk toe te schrijven aan macro-economische fundamentals, namelijk de groeivoorzichten op de lange termijn, en in ruimere mate aan andere factoren die vooral verband hielden met de ongebruikelijk hoge vraag naar langlopende

obligaties.⁴ In het eurogebied namen vooral de pensioenfondsen meer langlopende obligaties in portefeuille, deels wegens veranderingen in de regelgeving en door de toegenomen behoefte van de pensioenfondsen om hun activa af te stemmen op hun (langlopende) passiva. Op langere termijn is er een andere structurele ontwikkeling die kan hebben bijgedragen tot de lage obligatierendementen, namelijk de toegenomen besparingen van de babyboomgeneratie en de vergrijzende bevolking in het algemeen. Speculatief gedrag, zoals “carry trades” op de rendementscurve, dat is lenen tegen een lage korte rente en dan beleggen in langerlopende instrumenten, werkte mogelijk de daling van de rendementen op langlopende obligaties in de hand.

4 Zie het Kader getiteld “Recent developments in long-term real interest rates” in het ECB Maandbericht van april 2005.

De lage rendementen op langlopende overheidsobligaties werden op alle belangrijke markten waargenomen. Dit kan erop wijzen dat de obligatierendementen in het eurogebied niet alleen daalden als gevolg van binnenlandse factoren maar ook, en voor een groot deel, wegens een toegenomen vraag naar in het eurogebied uitgegeven obligaties op wereldvlak. Daarbij kunnen een toename van de vraag naar obligaties door de olie-exporterende landen en de aanhoudend hoge vraag naar obligaties door Aziatische en andere centrale banken, samen met een groeiende diversificatie van de deviezenreserves een rol hebben gespeeld. Daarenboven kan niet worden uitgesloten dat de lage rendementen op langlopende overheidsobligaties in 2005 ook verband hielden met een overvloed aan liquiditeit in het mondiale financiële stelsel na een langdurige periode met een accommoderend monetair beleid.

Tegen het einde van het derde kwartaal van 2005 was de daling van de nominale en reële obligatierendementen in het eurogebied afgelopen. De stijging van de rendementen op langlopende nominale en geïndexeerde obligaties in het vierde kwartaal van 2005 wijst erop dat de markten voor de nabije toekomst een iets snellere economische groei in het eurogebied verwachtten. De toename van de nominale en reële rendementen op langlopende obligaties in het eurogebied weerspiegelde ook de opwaartse herzieningen door marktdeelnemers van het toekomstige beloop van de korte rentetarieven op de korte tot middellange termijn, zoals blijkt uit de geleidelijke opwaartse verschuiving, in de overeenstemmende looptijdsegmenten, van de impliciete termijnrendementscurve in het vierde kwartaal van 2005.

Als gevolg van die ontwikkelingen sloten de nominale rendementen op tienjaars overheidsobligaties in het eurogebied het jaareinde af op 3,4%, ongeveer 35 basispunten lager dan eind 2004. In de Verenigde Staten, daarentegen, namen de rendementen op tienjaars overheidsobligaties tijdens dezelfde periode met om en

nabij 20 basispunten toe. Bijgevolg vergrootte het verschil tussen de tienjaars rentetarieven in de Verenigde Staten en het eurogebied aanzienlijk gedurende 2005. Van 55 basispunten aan het einde van 2004 liep het op tot een piek van 120 basispunten aan het begin van het vierde kwartaal van 2005. Deze ontkoppeling van de lange rentetarieven weerspiegelde uiteenlopende visies onder de marktdeelnemers over de macro-economische vooruitzichten en de te verwachten korte rente in beide economieën. De reële rendementen op langerlopende obligaties in het eurogebied liepen in 2005 terug, terwijl ze in de Verenigde Staten fors toenamen.

In 2005 schommelde de “*break-even*”-inflatie op lange termijn in het eurogebied binnen een nauwe marge tussen 1,9% en 2,2%, zoals blijkt uit Grafiek 13, ondanks de stijging van de olieprijs. De “*break-even*”-inflatie gebaseerd op vervaldatum 2012 sloot het jaar af op 2,0%, wat 20 basispunten minder was dan eind 2004.

In 2005 bleef de impliciete volatiliteit op de obligatiemarkt – die indicaties verschaft over de marktopinies inzake de marges waarbinnen de obligatierendementen in de nabije toekomst zouden schommelen – op hetzelfde lage peil als in de tweede helft van 2004. Dit wijst erop dat de marktdeelnemers in 2005 voor de nabije toekomst vrij beperkte schommelingen van de rendementen op de obligatiemarkt in het eurogebied verwachtten.

In de eerste twee maanden van 2006 namen de rendementen op langlopende overheidsobligaties wereldwijd toe. Op 24 februari lagen de rendementen op tienjaars overheidsobligaties in het eurogebied 20 basispunten boven het niveau van eind 2005. Die toename kwam tot uiting in een stijging van de rendementen op langerlopende geïndexeerde obligaties, terwijl de inflatieverwachtingen op langere termijn, zoals afgemeten aan de “*break-even*”-inflatiecijfers, grotendeels onveranderd bleven.

DE INVLOED VAN DE STIJGENDE OLIEPRIJZEN OP DE OBLIGATIERENDEMENTEN EN DE AANDELENKOERSEN: EEN HISTORISCHE VERGELIJKING VOOR HET EUROGEBIED EN DE VERENIGDE STATEN

Dit Kader richt zich op de invloed van de hogere olieprijsen op de marktverwachtingen omtrent de economische groei en de inflatie, zoals weerspiegeld in de rendementen op langlopende obligaties en in de aandelenkoersen in het eurogebied en de Verenigde Staten. De reacties van de financiële markten op de jongste stijging van de olieprijsen worden vergeleken met die tijdens eerdere periodes van hoge olieprijsen. Anders dan in het verleden was de reactie van de obligatierendementen en de aandelenkoersen in het eurogebied en de VS tijdens het afgelopen jaar veeleer gematigd.

De “Fisher-hypothese” helpt verduidelijken waarom en hoe de obligatierendementen reageren op olieprijsveranderingen. Die hypothese stelt dat nominale lange rentetarieven kunnen worden opgedeeld in een verwachte reële rente en de premie die beleggers eisen ter compensatie van de verwachte inflatie over de looptijd van de obligatie. De reële-rentecomponent kan dan weer in verband worden gebracht met onder meer de vooruitzichten voor de gemiddelde economische groei gedurende de looptijd van de obligatie, zoals de beleggers op de obligatiemarkt die inschatten. Hogere olieprijsen temperen doorgaans de groeivoorzichten op de korte tot middellange termijn van economieën die geen olie produceren en voeren tegelijkertijd de inflatoire druk en dus de inflatieverwachtingen op. In theorie is de totale reactie van de nominale obligatierendementen op de hogere olieprijsen via het “verwachtingskanaal” derhalve dubbelzinnig, aangezien die reactie afhankelijk is van de relatieve kracht van de weerslag ervan op de groei- en de inflatieverwachtingen.

In het verleden namen de nominale obligatierendementen doorgaans toe telkens als de olieprijsen een piek bereikten, aangezien de stijgende inflatie en inflatieverwachtingen duidelijk opwogen tegen de neerwaartse druk op de reële rente ten gevolge van de gelijktijdige economische verslechtering. De eerste drie rijen van Tabel A tonen de veranderingen in de rendementen op tienjaars obligaties gedurende de twaalf maanden voorafgaand aan de twee olieprijspieken die werden opgetekend tijdens de olieschokken van de jaren zeventig (januari 1974 en november 1979) en aan de uitschieter die werd veroorzaakt door de Golfoorlog in (oktober) 1990.¹ De rendementen op tienjaars overheidsobligaties stegen aan beide zijden van de Atlantische Oceaan, namelijk met 90 tot 180 basispunten in Duitsland en met 50 tot 150 basispunten in de Verenigde Staten. Gedurende die historische periodes nam de werkelijke inflatie in beide economieën aanzienlijk toe, wat leidde tot verhoogde inflatieverwachtingen bij de beleggers. Hoogstwaarschijnlijk oefende ook de economische recessie die deze periodes kenmerkte, een neerwaartse druk op de reële rente uit. De

Tabel A Veranderingen in de rendementen van de tienjaars overheidsobligaties in het eurogebied en de VS tijdens de twaalf maanden voorafgaand aan de olieprijspieken

(basispunten)

	eurogebied	Verenigde Staten
Jan. 1973 - jan. 1974	91	46
Nov. 1978 - nov. 1979	117	152
Okt. 1989 - okt. 1990	176	73
Sept. 2004 - sept. 2005	-89	20
waarvan:		
lange reële rente	-79	-4
“break-even”-inflatie op de lange termijn	-10	24

¹ Aangenomen wordt dat het rendement op tienjaars Duitse overheidsobligaties de obligatierendementen in het eurogebied tijdens die drie periodes vertegenwoordigt.

Bronnen: BIB, Reuters en berekeningen van de ECB.

Toelichting: Wat het eurogebied betreft, werden voor de eerste drie periodes gegevens over Duitse overheidsobligaties gebruikt.

daaruit resulterende scherpe stijgingen van de nominale obligatierendementen geven dan ook aan dat de hogere inflatieverwachtingen ruimschoots compensatie boden voor de vermoedelijke dalingen van de lange reële rente.

Tijdens de meest recente olieprijspiek reageerden de lange rentetarieven echter zeer uiteenlopend, vooral in het eurogebied (zie de vierde rij in Tabel A). In de twaalf maanden vóór de olieprijspiek in september 2005 daalde het rendement op tienjaars overheidsobligaties met ongeveer 90 basispunten in het eurogebied en steeg het met 20 basispunten in de Verenigde Staten. Dit lijkt hoofdzakelijk samen te hangen met het feit dat, vergeleken met eerdere olieprijschokken, de werkelijke en de verwachte inflatie ditmaal vrij stabiel bleven. Zoals ook blijkt uit Tabel A, is de tienjaars “*break-even*”-inflatie – hoewel deze geen volmaakte maatstaf van de inflatieverwachtingen vormt – tijdens de beschouwde periode immers slechts licht veranderd.² Bovendien lijken de hogere olieprijsen ook te hebben geleid tot enkele neerwaartse bijstellingen van de groeiverwachtingen van de marktdeelnemers en, dienovereenkomstig, tot een lagere reële lange rente. Gedurende de periode tot de olieprijspiek in september 2005 verminderde het rendement op tienjaars geïndexeerde obligaties in het eurogebied met ongeveer 80 basispunten, terwijl er in de Verenigde Staten uiterst weinig aanwijzingen waren voor een soortgelijke reactie (zie Tabel A). De daling van de nominale rendementen op langlopende obligaties van het eurogebied tijdens die periode is dan ook vooral het gevolg van de lagere reële obligatierendementen, terwijl de inflatieverwachtingen praktisch onveranderd bleven. Bovendien hebben de grotere geloofwaardigheid en voorspelbaarheid van de centrale banken de onzekerheid mogelijk helpen inperken en hebben ze daardoor ook de gematigde schommelingen van de obligatierendementen tijdens het voorbije jaar in de hand gewerkt. Wanneer het verband tussen het recente gedrag van de rendementen op langlopende obligaties en de olieprijsen enkel wordt toegeschreven aan de invloed van de olieprijsen op de groei- en inflatieverwachtingen van de marktdeelnemers, ziet men echter verscheidene andere factoren over het hoofd die beide variabelen rechtstreeks zouden kunnen hebben beïnvloed.³

De aandelenkoersen kunnen eveneens door de olieprijsontwikkelingen worden beïnvloed. In theorie is de koers van een aandeel gelijk aan de som van de verwachte toekomstige dividenden verminderd met de risicovrije rente en de risicopremie die beleggers eisen om het aandeel aan te houden. De verwachte toekomstige dividenden kunnen in de waardering worden vervangen door winstverwachtingen, in de veronderstelling dat een bepaald deel van de winsten zal worden uitgekeerd in dividenden. Veranderingen in de olieprijsen kunnen voor alle drie de componenten gevolgen hebben. Zo kunnen hogere energiekosten leiden tot een tragere verwachte winstgroei voor sommige ondernemingen, maar ook tot een hogere groei van de winstverwachtingen voor die bedrijven welke doorgaans baat hebben bij olieprijsstijgingen, bijvoorbeeld oliemaatschappijen. De reële rendementen op langlopende overheidsobligaties worden vaak gebruikt als benadering voor de reële risicovrije rente, en veranderingen in de olieprijsen kunnen ook die component beïnvloeden, zoals hierboven werd uiteengezet. Ten slotte worden beleggers in periodes van hoge olieprijsen gewoonlijk onzekerder over de vooruitzichten voor de bedrijfswinsten, wat dan weer kan leiden tot een vraag naar hogere risicopremies op aandelen. Hoewel sommige van de componenten elkaar kunnen tegenwerken, zijn hoge en toenemende

2 De markt voor geïndexeerde obligaties is vrij nieuw en derhalve is deze uitsplitsing niet mogelijk voor de drie eerdere periodes met een olieprijspiek.

3 Het is bijvoorbeeld waarschijnlijk dat het recente verloop van de reële lange rente ook in de hand werd gewerkt door verscheidene factoren die de in de obligatierendementen begrepen risicopremies bepalen. Zie het Kader getiteld “Recent developments in long-term real interest rates” in het ECB Maandbericht van april 2005.

olieprijzen doorgaans slecht nieuws voor aandelen, aangezien ze gewoonlijk worden overschaduwed door de toekomstige negatieve invloed op de ingeschatte rentabiliteit van het bedrijf (zie de eerste drie rijen van Tabel B).

Tabel B toont het jaarlijkse rendement op de aandelenmarkten van het eurogebied en de VS voor dezelfde vier periodes van olieprijspieken. De tabel vestigt ook de aandacht op enkele opvallende verschillen in de prijsontwikkeling van aandelen tijdens de meest recente periode en gedurende de voorgaande periodes die uitmondten in de olieprijspieken. Terwijl de twee olieprijschokken in de jaren zeventig en de uitschieter in het begin van de jaren negentig samenvielen met relatief geringe rendementen voor beleggers op de aandelenmarkt, gingen de aandelenkoersen in de periode tussen september 2004 en september 2005 naar omhoog, vooral in het eurogebied. In de jongste periode hebben de marktdeelnemers dan ook blijkbaar minder belang gehecht aan de met de olieprijs samenhangende factoren die doorgaans de aandelenkoersen drukken.

Een reden daarvoor zou kunnen zijn dat de ontwikkelde economieën, vergeleken met de jaren zeventig en het begin van de jaren tachtig, veel minder afhankelijk zijn van olie en dat de prijsstijgingen voor olie recentelijk meer werden aangewakkerd door de vraag, onder impuls van de al met al gezonde mondiale economische activiteit. Bovendien blijkt het gevaar voor escalaties in de loononderhandelingen en loon-inflatiespiralen beperkter te zijn dan bij eerdere olieprijschokken. Wat de relatieve resultaten betreft, is de sterkere groei van de aandelenmarkt in het eurogebied dan in de Verenigde Staten tijdens de periode 2004-05, tot op zekere hoogte, het gevolg van de grotere daling van de reële lange rente in het eurogebied (zie opnieuw Tabel A).

Samenvattend, hebben de obligatie- en aandelenmarkten in het eurogebied en de Verenigde Staten, anders dan tijdens de historische periodes van olieprijspieken, veel kalmer gereageerd op de laatste olieprijsstijging. De vermindering van de reële rendementen op geïndexeerde obligaties van het eurogebied zou kunnen betekenen dat de recente toename van de olieprijsen aanleiding kan hebben gegeven tot enige bezorgdheid over de economische groeivoorzichten in het eurogebied, hoewel zich in die periode mogelijk andere structurele en op de korte termijn werkzame factoren deden gelden. In verband met de stabiele “*break-even*”-inflatie in het eurogebied kan niet worden uitgesloten dat de toegenomen geloofwaardigheid van de centrale banken bij hun streven naar een klimaat van lage en stabiele inflatie, van cruciaal belang was voor de waargenomen veerkracht van de prijzen van financiële activa ten aanzien van de meest recente olieprijschok.

Tabel B Veranderingen in de aandelenkoersen in het eurogebied en de VS tijdens de twaalf maanden voorafgaand aan de olieprijspieken

(procenten)

	eurogebied	Verenigde Staten
Jan. 1973 - jan. 1974	-2	-19
Nov. 1978 - nov. 1979	2	3
Okt. 1989 - okt. 1990	-1	-9
Sept. 2004 - sept. 2005	30	12

Bronnen: Datastream, Reuters en berekeningen van de ECB.
Toelichting: De voor de berekening gehanteerde beursindex is de Datastream total market index.

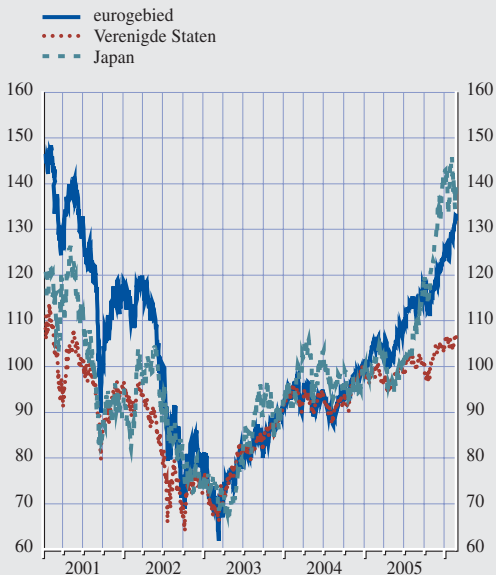
AANDELENKOERSEN IN HET EUROGEBIED BLEVEN IN 2005 STIJGEN

In 2005 bleven de aandelenkoersen in het eurogebied de sedert begin 2003 ingezette opwaartse trend volgen (zie Grafiek 14). De Dow Jones EURO STOXX-index sloot het jaar af met een winst van 23% ten opzichte van het vorige jaareinde, wat minder goed was dan de Nikkei 225-

index, maar beter dan de Standard & Poor's 500-index, die in 2005 een horizontaal verloop vertoonde. Behalve door de relatieve renteontwikkelingen kan het achterblijven van de aandelenmarkten in de Verenigde Staten tot op zekere hoogte ook worden verklaard door het wisselkoersverloop: in 2005 apprecieerde de Amerikaanse dollar met 13% en 15% ten

Grafiek 14 Aandelenkoersindices

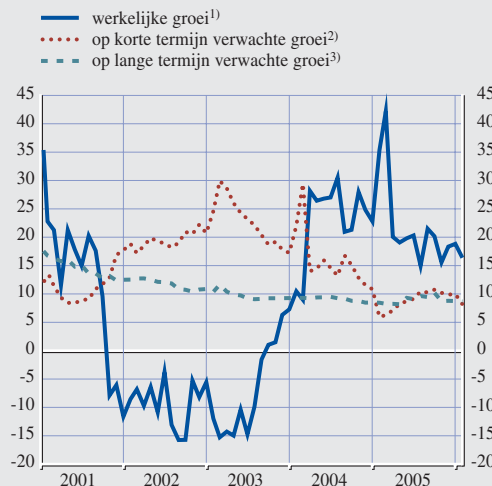
(index: 31 december 2004 = 100; daggegevens)



Bronnen: Reuters en Thomson Financial Datastream.
Toelichting: De gebruikte indices zijn de ruime Dow Jones EURO STOXX-index voor het eurogebied, de Standard & Poor's 500-index voor de Verenigde Staten en de Nikkei 225-index voor Japan.

Grafiek 15 Groei van de werkelijke en verwachte bedrijfswinsten per aandeel

(procenten per jaar; maandgegevens)



Bronnen: Thomson Financial Datastream en berekeningen van de ECB.
Toelichting: Groei van de winst per aandeel van de Dow Jones EURO STOXX index.
1) Verwijst naar de over twaalf maanden genoteerde winst per aandeel.
2) Winstverwachtingen van analisten op een termijn van twaalf maanden.
3) Winstverwachtingen van analisten op een termijn van drie tot vijf jaar.

opzichte van respectievelijk de euro en de Japanse yen.

De sterke resultaten op de aandelenmarkten van het eurogebied in 2005 leken toe te schrijven aan verschillende factoren, in het bijzonder de lagere lange rente, die optreedt als een disconteringsfactor voor de verwachte toekomstige kasstromen, en de aanhoudend dubbelcijferige groei van de feitelijke winst per aandeel (zie Grafiek 15). De beursanalisten stelden hun winstramingen doorgaans naar boven bij. Ook de voortdurend lage volatiliteit op de aandelenmarkt, die erop wees dat de marktdeelnemers zich weinig onzeker voelden over de korte-termijnvooruitzichten voor de aandelenmarkt, leek een gunstig klimaat te scheppen voor het verloop van de aandelenkoersen.

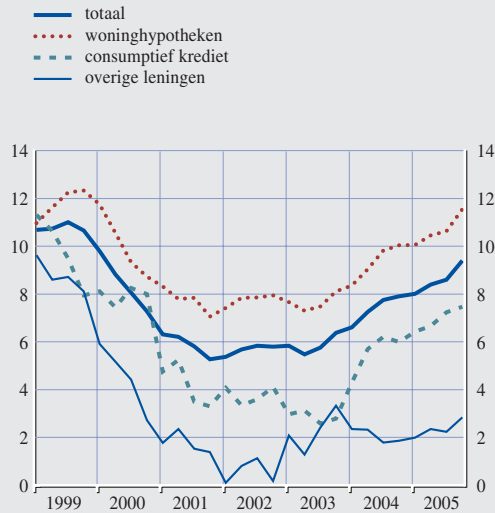
Potentieel negatieve factoren, zoals de minder optimistische economische vooruitzichten die

voortvloeien uit de stijging van de olieprijs (zie Kader 2), hebben de koerswinsten van aandelen slechts gedeeltelijk afgeremd.

Bij beschouwing per sector kwam de stijging van de aandelenkoersen in het eurogebied in 2005 het duidelijkst tot uiting in de olie- en gasector (wat in overeenstemming is met de forse groei van de bekendgemaakte winsten, die grotendeels resulteerde uit de olieprijsontwikkelingen) en in de financiële sector. Van de tien economische sectoren die de Dow Jones EURO STOXX-index omvat, liet enkel de telecommunicatiesector eind 2005 lagere aandelenkoersen optekenen dan het jaar daarvoor. Ook de consumptiediensten en de gezondheidszorg deden het in 2005 minder goed dan de totale index. Uit het achterblijven van die sectoren blijkt dat de winstverwachtingen van bedrijven die meer afhankelijk zijn van de particuliere consumptie, in 2005 betrekkelijk zwak waren.

Grafiek 16 MFI-leningen aan huishoudens

(mutaties in procenten per jaar)



Bron: ECB.

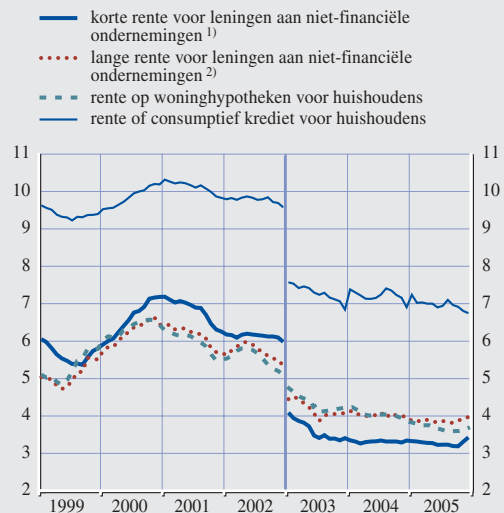
Begin 2006 liepen de mondiale aandelenkoersen verder op. Tot 24 februari 2006 nam de Dow Jones EURO STOXX-index met 8% toe tegenover eind 2005. De Standard & Poor's 500 en de Nikkei 225 stegen tijdens dezelfde periode in mindere mate. Die oplopende aandelenkoersen kunnen worden verklaard door de algemeen solide groei van de bedrijfswinsten in combinatie met een grotere belangstelling van de beleggers voor aandelen.

STEVIGE VRAAG VAN HUISHOUDENS NAAR FINANCIERING

In 2005 vervolgde de kredietopneming door de huishoudens de medio 2003 ingezette opwaartse trend, als gevolg van de krachtige toename van de leningen voor woningaankopen en de steeds sterkere groei van het consumptief krediet. De jaarlijkse groei van de MFI-leningen aan huishoudens nam toe van 7,9% eind 2004 tot 9,4% in december 2005. Tegelijkertijd verhullen de ontwikkelingen binnen het eurogebied doorgaans verschillen tussen de lidstaten (zie Kader 3 over "Verschillen in de groei van leningen aan huishoudens tussen de landen van het eurogebied").

Grafiek 17 Rentetarieven voor leningen aan huishoudens en niet-financiële ondernemingen

(procenten per jaar)



Bron: ECB.

Toelichting: Gegevens over de bancaire rentetarieven tot en met december 2002 en over de door MFI's gehanteerde rentetarieven op nieuwe contracten uitgezonderd rekening-courantkredieten vanaf januari 2003 (gewogen vanaf december 2003). Voor nadere informatie over statistieken met betrekking tot door MFI's gehanteerde rentetarieven en over het gebruik van gewichten wordt verwezen naar respectievelijk Kader 2 in het ECB Maandbericht van december 2003 en Kader 3 in het ECB Maandbericht van augustus 2004.

1) Vóór 2003 de rente voor leningen aan ondernemingen met een looptijd tot en met een jaar. Vanaf januari 2003 de rente voor leningen aan niet-financiële ondernemingen met een variabele rente en een vaste aanvangsrente voor een looptijd tot en met een jaar.

2) Vóór 2003 de rente voor leningen aan ondernemingen met een looptijd van meer dan een jaar. Vanaf januari 2003 de rente voor leningen aan niet-financiële ondernemingen met een vaste aanvangsrente voor een looptijd van meer dan een jaar.

De dynamiek van de leningen aan huishoudens door overige financiële intermediairs, die in het voorgaande jaar veel sterker was dan die van de door MFI's verstrekte leningen, vertraagde aanzienlijk in 2005, waardoor de jaarlijkse groei van de totale leningen aan huishoudens en die van de MFI-leningen aan huishoudens convergeerden.

Bij een uitsplitsing van de MFI-leningen aan huishoudens naar doel, blijkt dat de kredietopneming door de huishoudens in de loop van 2005 meer gespreid was over de verschillende leningcategorieën dan in het jaar ervoor. Desalniettemin werd de dynamiek van de kredietverlening nog steeds grotendeels aangewakkerd

door de krachtige vraag naar leningen voor woningaankopen (zie Grafiek 16). Wellicht hield de aanhoudend hoge opneming van hypothecaire leningen verband met zowel de verdere verlaging van de hypotheekrente in het hele eurogebied als de dynamische ontwikkelingen op de huizenmarkten in tal van regio's (zie Paragraaf 2.3 in dit hoofdstuk).

De hypotheekrente is in 2005 verder gedaald ten opzichte van het reeds zeer lage peil van de voorgaande jaren (zie Grafiek 17). Zo liepen de MFI-rentetarieven op nieuwe woninghypotheken met een vaste aanvangsrente voor meer dan vijf en minder dan tien jaar tijdens het verslagjaar met 13 basispunten terug, tot 3,7% in december 2005.

Bovendien doen de resultaten van de enquête naar de bancaire kredietverlening voor het eurogebied vermoeden dat de groei van de leningen voor woningaankopen, hoewel deze hoofdzake-

lijk het gevolg was van de grote vraag vanwege de huishoudens, mogelijk ook verband hield met een zekere versoepeling van de door de banken gehanteerde kredietverleningscriteria voor woninghypotheken in het eerste en het derde kwartaal van 2005. Die versoepeling en de forse vraag weerspiegelden ten dele dat zowel de banken als de kredietnemers steeds gunstiger oordeelden over de vooruitzichten voor de huizenmarkt.

Ondanks de relatief gematigde groei van de nominale consumptieve bestedingen voor het hele eurogebied, volgde de jaarlijkse groei van de consumptieve kredietverlening in 2005 een opwaartse trend, tot een peil van 7,5% in het laatste kwartaal van 2005. Deze toename strookte met de lage rente op consumptief krediet in 2005 en wordt ook bevestigd door de resultaten van de enquête naar de bancaire kredietverlening voor het eurogebied, die duiden op een versoepeling van de kredietvoorwaarden.

Kader 3

VERSCHILLEN IN DE GROEI VAN LENINGEN AAN HUISHOUDENS TUSSEN DE LANDEN VAN HET EUROGEBIED

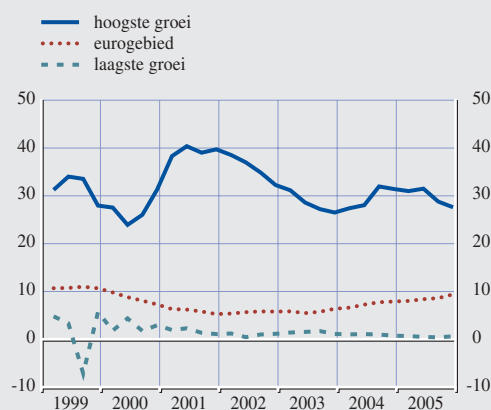
De jaarlijkse groei van de MFI-leningen aan huishoudens in het eurogebied is sinds medio 2003 redelijk gestaag toegenomen, tot 9,4% aan het einde van 2005. Deze krachtige dynamiek van de leningen in het hele eurogebied verhuult doorgaans echter grote verschillen tussen de groei-voeten in de afzonderlijke landen van het eurogebied. Dit Kader bespreekt die verschillen aan de hand van statistische spreidingsmaatstaven en biedt enkele verklaringen voor de uiteenlopende situatie in de landen.

Het meten van verschillen in de groei van leningen aan huishoudens tussen de landen van het eurogebied

De tussen de landen bestaande verschillen in de groei van leningen aan huishoudens kunnen op diverse manieren worden geanalyseerd. Grafiek A geeft het verschil weer tussen de hoogste en de laagste jaarlijkse groei-voeten van de totale MFI-leningen aan huishoudens

Grafiek A Uiteenlopende groei van de MFI-leningen aan huishoudens in de landen van het eurogebied

(mutaties in procenten per jaar)



Bron: ECB.

binnen de landen van het eurogebied sinds de aanvang van de derde fase van de EMU. Dat verschil was doorgaans zeer groot en kwam meermaals boven 30 procentpunten uit. Terwijl de jaarlijkse groeivoet in de landen met de snelste kredietexpansie schommelde tussen 25% en 40%, bleek de dynamiek van de kredietopneming door huishoudens in de landen met de traagste expansie tijdens de referentieperiode zeer gematigd en zakte deze af en toe onder nul. Een vergelijking met de groeivoeten van 5% tot 10% voor het eurogebied als geheel doet vermoeden dat de landen met de hoogste groeicijfers “uitschieters” waren en/of slechts een relatief gering aandeel hebben in het uitstaande bedrag van de leningen aan huishoudens in het hele eurogebied.

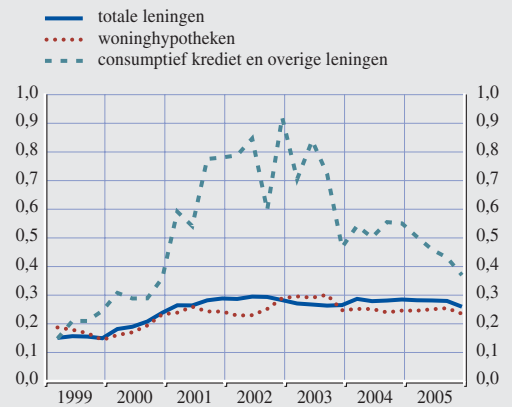
Rekening houdend met het gewicht van de afzonderlijke landen in het aggregaat voor het eurogebied, toont Grafiek B de spreiding tussen landen van de jaarlijkse groei van de leningen tijdens de periode 1999-2005, zoals afgemeten aan de gewogen variatiecoëfficiënt. Deze maatstaf heeft als voordeel minder onderhevig te zijn aan de invloed van uitschieters. Niettemin is de ontwikkeling van de twee spreidingsmaatstaven sinds 1999 in grote lijnen vrij gelijklopend: na medio 2002 een piek te hebben bereikt, lijken de landenverschillen in de groei van de leningen aan huishoudens in de loop van 2003 ietwat te zijn afgenomen en vervolgens grotendeels stabiel te zijn gebleven op een peil boven dat van 1999.

De totale MFI-leningen aan huishoudens kunnen worden onderverdeeld naar woninghypotheken, consumptief krediet en overige leningen. Grafiek B geeft aan dat de gewogen variatiecoëfficiënt voor hypothecaire leningen toenam tot eind 2002, maar sindsdien vrij stabiel bleef. Gelet op het hoge aandeel van de hypothecaire leningen in de totale leningen van MFI's aan huishoudens (eind 2005 bijna 70%), bepaalt de spreiding van de groei van de hypothecaire leningen grotendeels die van de groei van de totale leningen aan huishoudens. De gewogen variatiecoëfficiënt voor de groei van het consumptief krediet en de overige leningen was in het verleden veel grilliger dan die voor de groei van de hypothecaire leningen. Die coëfficiënt lijkt zich onlangs echter eveneens te hebben gestabiliseerd, zij het op een aanzienlijk hoger peil dan de gewogen variatiecoëfficiënt voor de groei van de hypothecaire leningen.

Groei van de leningen aan huishoudens en verschillen in schuldniveau tussen de landen van het eurogebied

De verschillen in de groei van de leningen aan huishoudens die tijdens de afgelopen jaren tussen landen voorkwamen, kunnen worden veroorzaakt door een verscheidenheid aan factoren. Daartoe behoren de uiteenlopende financiële positie van de huishoudens en de mate van convergentie van het rentepeil vóór de monetaire unie, verschillen in de structuur van de financiële markten – vooral voor hypothecair krediet – en verschillen in de voornaamste economi-

Grafiek B Gewogen variatiecoëfficiënt voor de groei op jaarbasis van de MFI-leningen aan huishoudens



Bron: ECB.

Toelichting: De gewogen variatiecoëfficiënt van een variabele is de verhouding tussen de gewogen standaardafwijking en het gewogen gemiddelde ervan. De gewichten berusten op het aandeel van een land in de overeenstemmende leningscategorie.

sche determinanten van de kredietopneming door huishoudens – in het bijzonder de dynamiek van de vastgoedmarkten en de huizenprijzen.

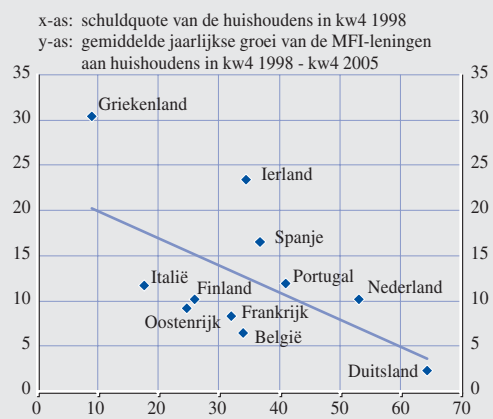
In grafiek C wordt de gemiddelde jaarlijkse groei van de totale MFI-leningen aan huishoudens in de landen van het eurogebied, tijdens de periode tussen het vierde kwartaal van 1998 en het vierde kwartaal van 2005, afgezet tegen het peil van de schuldenlast van de huishoudens in de afzonderlijke landen aan het einde van 1998. De landen van het eurogebied vertoonden bij de aanvang van de derde fase van de EMU een aanzienlijke variatie in de schuldenlast van de huishoudens zoals afgemeten aan de verhouding van de MFI-leningen tot het bbp. De grafiek illustreert dat in de landen met een oorspronkelijk lagere schuldquote de leningen gemiddeld sterker groeiden dan in die met een hogere oorspronkelijke schuldquote. Een deel van de discrepanties in de gemiddelde groei van de leningen sinds 1999 zou derhalve kunnen voortvloeien uit een “convergentieproces” van de schuldquoten naarmate de rente- en inflatieniveaus convergeren.

De structuur van de financiële markten varieerde in 1999 ook sterk van land tot land en droeg dus waarschijnlijk bij tot de verschillende aanvangsniveaus van de schuldenlast van de huishoudens. Voor de hypotheekmarkten blijkt die variatie bijvoorbeeld uit het feit dat de beschikbare producten uiteenlopen voor factoren zoals de looptijd van de contracten, het gebruik van vaste of variabele rentetarieven, of de gemiddelde en maximale hypotheekschuld ten opzichte van de waarde van het eigen woningbezit (*loan-to-value ratios*). Hoewel de liberalisering van de financiële markten en de toegenomen concurrentie tussen de financiële intermediairs tijdens de afgelopen jaren een algemeen verschijnsel waren, werkte de invloed van dergelijke structurele veranderingen in de financiële markten sterker door in sommige landen van het eurogebied dan in andere, zowel wegens hun uitgangspunt als door het tempo en de reikwijdte van de aangebrachte hervormingen. Dit leidde bijvoorbeeld in bepaalde landen tot een scherpere vermindering van de rentemarges en van andere leningskosten, alsook tot een uitgebreider scala aan innovatieve en gediversifieerde hypotheekproducten – zoals de beschikbaarheid van 30-jarige of zelfs 50-jarige leningen en de opkomst van hypotheekleningen met een variabele “accordeonrente” en “aflossingsvrije” hypotheekleningen – dan in andere, waardoor meer huishoudens toegang kregen tot een financiering voor de aankoop van een woning. De uiteenlopende dynamiek van de kredietopneming door huishoudens tussen landen zou dus, gedeeltelijk, de heterogeniteit kunnen weerspiegelen van zowel de stand als het mutatietempo van de verfijning en de diepte van de financiële markten.

Terwijl de monetaire unie resulteerde in een uniforme korte rente in de lidstaten, weerspiegelt de uiteenlopende dynamiek van de kredietopneming door huishoudens tussen landen ook de heterogeniteit van de macro-economische ontwikkelingen in de lidstaten van het eurogebied. Dit

Grafiek C Groei van de MFI-leningen aan huishoudens en de schuldenlast van de huishoudens in de landen van het eurogebied

(x-as: in procenten bbp; y-as: mutaties in procenten per jaar)

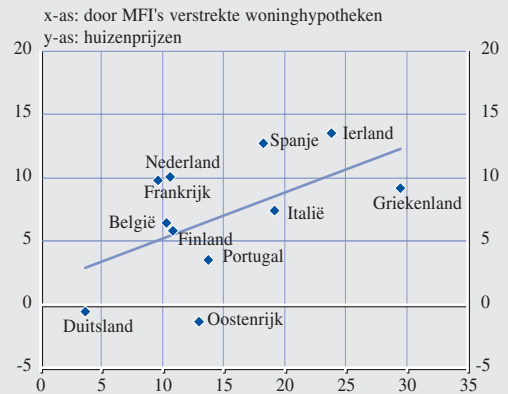


Bron: ECB.
Toelichting: Luxemburg is niet in de grafiek opgenomen wegens het hoge aandeel van grensoverschrijdende leningen in de totale leningen aan huishoudens.

bleek zeer duidelijk uit de ontwikkelingen op de vastgoedmarkten. Zoals in Grafiek D wordt getoond, lieten verscheidene landen (bijvoorbeeld Ierland en Spanje) sinds 1999 zeer snelle stijgingen van de huizenprijzen optekenen, terwijl in andere (zoals Duitsland en Oostenrijk) de huizenprijzen stabiel bleven. Aangezien hypothecair krediet de grootste component is van de totale kredietopneming door huishoudens en uiteraard gekoppeld is aan de dynamiek van de ontwikkelingen in de huizenmarkt, komen de aanzienlijke verschillen in het verloop van de vastgoedprijzen tot uiting in de heterogeniteit van de groeicijfers van de leningen aan huishoudens. De verschillen inzake consumptief krediet zouden dan weer kunnen voortvloeien uit tussen de landen uiteenlopende patronen inzake beschikbaar inkomen van de huishoudens en particuliere consumptie.

Grafiek D Dynamiek van de huizenmarkt en leningen in de landen van het eurogebied in de periode 1999-2004

(gemiddelde groei op jaarbasis in procenten)



Bron: ECB.

Toelichting: Luxemburg is niet in de grafiek opgenomen wegens het hoge aandeel van grensoverschrijdende leningen in de totale leningen aan huishoudens.

Samenvattend, kan worden gesteld dat de landen van het eurogebied tussen 1999 en 2005 aanzienlijke verschillen vertoonden in de jaarlijkse groei van de totale MFI-leningen aan huishoudens. Voorts blijken deze verschillen tussen de landen ook persistent te zijn. Hoewel de convergentie van het inflatie- en rentepeil vóór de aanvang van de EMU – en derhalve de invloed van de overgang naar een geloofwaardig klimaat van lage inflatie bij het begin van de derde fase – de verschillen tussen de landen kan helpen verklaren, waren de heterogene ervaringen sinds de invoering van de euro, vooral met betrekking tot de ontwikkelingen in de huizenmarkt en de veranderingen in de financiële-marktstructuur, eveneens van cruciaal belang. Natuurlijk kunnen ook andere factoren hebben bijgedragen tot de internationale variatie in de groei van de leningen aan huishoudens. Tot die factoren behoren bijvoorbeeld verschillen in de ontwikkelingen van het inkomen, de particuliere consumptie en de bevolking, alsook de uiteenlopende houding van de landen ten aanzien van eigen-woningbezit, terwijl ook de verschillen in de fiscale aftrekbaarheid van rentebetalingen, de belastingen op vermogenswinsten op de woning en de securitisatie van hypotheekleningen een rol kunnen hebben gespeeld. Ook de uiteenlopende vooruitgang bij de modellering van de financiële sector, die de banken beter in staat stelde de marktontwikkelingen en het kredietrisico te beoordelen, kan de verschillen deels verklaren.

TOENEMENDE SCHULD VAN DE HUISHOUDENS

Als gevolg van de aanhoudend krachtige groei van de kredietverlening is de schuld van huishoudens in verhouding tot het beschikbare inkomen in 2005 verder opgelopen (zie Grafiek 18). Niettemin bleef de schuldenlast van de huishoudens in het eurogebied onder die van de andere geïndustrialiseerde landen, zoals de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk en Japan. Bovendien bleven de totale rente- en

aflossingsverplichtingen van de huishoudens (de verhouding van de aflossingen van rente plus hoofdsom tot het beschikbare inkomen) grotendeels onveranderd, ondanks de stijging van de schuldenlast. De hogere aflossingslasten die samenhangen met de snelle kredietgroei van de afgelopen jaren werden min of meer gecompenseerd door het geringere deel van het inkomen dat, bij een lage rentestand, moet worden besteed aan rentebetalingen.

Desondanks stelde de toename van de schuld de huishoudens sterker bloot aan veranderingen in de rente, het inkomen en de activaprijzen. Voorts moet bij de beoordeling van deze geaggregeerde cijfers in overweging worden genomen dat deze een gemiddelde vormen voor de huishoudens van het hele eurogebied en dat de schuldquote voor huishoudens met een uitstaande hypothecaire schuld hoger zou uitvallen. Bovendien kunnen de rente- en aflossingsverplichtingen variëren tussen de landen van het eurogebied alsook tussen huishoudens in diverse inkomenscategorieën. Ten slotte ontstaat een deel van de onzekerheid doordat het aandeel van de bestaande hypotheekschuld dat kan veranderen als gevolg van de geldende rentevoorwaarden, afhankelijk is van de specifieke kenmerken van de onderliggende hypotheekcontracten, die binnen het eurogebied sterk uiteenlopen.

AANHOUDEND LAGE REËLE KOSTEN VAN EXTERNE FINANCIERING VAN NIET-FINANCIËLE ONDERNEMINGEN

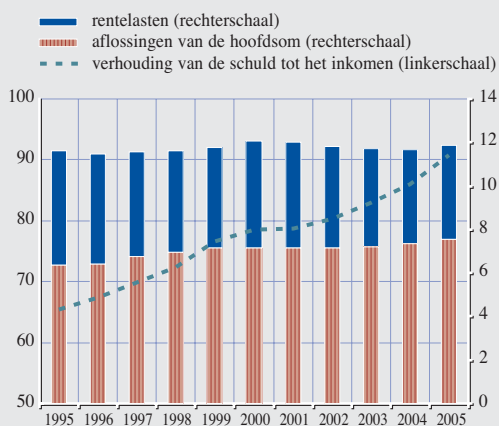
De totale reële kosten van externe financiering van de niet-financiële ondernemingen, berekend door de verschillende externe-financieringsbronnen te wegen op basis van hun uitstaande bedragen (gecorrigeerd voor waarderingseffecten), bleven naar historische maatstaven gedurende heel 2005 laag (zie Grafiek 19).⁵ De schuldfinanciering van de niet-financiële ondernemingen liep sterk op als gevolg van de zeer lage kosten ervan, terwijl de uitgifte van genoteerde aandelen in de tweede helft van het jaar slechts licht toenam.

Wat de componenten van de reële kosten van externe financiering betreft, liepen de door de MFI's gehanteerde reële rentetarieven op lenin-

5 Voor een uitgebreide beschrijving van de maatstaf van de reële kosten van externe financiering van niet-financiële ondernemingen in het eurogebied, wordt verwezen naar Kader 4 in het ECB Maandbericht van maart 2005.

Grafiek 18 Schuld en rente- en aflossingsverplichtingen van de huishoudens

(in procenten van het beschikbare inkomen)

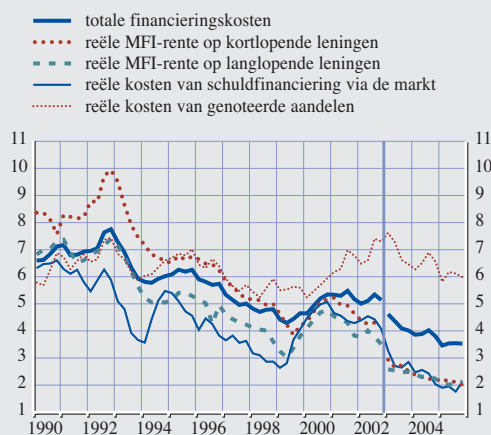


Bron: ECB.

Toelichting: De gegevens voor 2005 zijn ramingen.

Grafiek 19 Reële kosten van externe financiering van niet-financiële ondernemingen in het eurogebied

(procenten per jaar)



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

Toelichting: De reële kosten van externe financiering van de niet-financiële ondernemingen worden berekend als een gewogen gemiddelde van de kosten van bankleningen, de kosten van schuldbewijzen en die van aandelen, op grond van hun respectieve uitstaande bedragen en gedefleerd aan de hand van de inflatieverwachtingen (zie Kader 4 in het ECB Maandbericht van maart 2005). De invoering van de geharmoniseerde debetrentetarieven van MFI's aan het begin van 2003 leidde tot een breuk in de statistische reeks.

gen aan niet-financiële ondernemingen tot het tweede kwartaal van 2005 licht terug (zie Grafiek 17). Dit was het gevolg van de verdere daling van het rendement op overheidsobligaties met korte en middellange looptijden in de eerste helft van het jaar. De stijging van het rendement op overheidsobligaties in de tweede helft van het jaar kwam slechts gedeeltelijk tot uiting in het verloop van de door de MFI's gehanteerde rente. In het vierde kwartaal bleven de reële kosten van bancaire leningen onveranderd op een laag niveau, na een lichte stijging in het derde kwartaal. Al met al weerspiegelen de lage reële kosten van bancaire leningen een positieve beoordeling van het kredietrisico van niet-financiële ondernemingen door de banken. Dit blijkt ook uit de resultaten van de enquête naar de bancaire kredietverlening voor het eurogebied, die te zien gaven dat de kredietverleningscriteria voor ondernemingen in 2005 netto werden versoepeld of grotendeels onveranderd bleven.

De reële kosten van schuldfinanciering via de markt waren in 2005 volatieler dan de reële kosten van bancaire leningen. Van een laagtepunt in het eerste kwartaal van 2005 namen de reële kosten van schuldfinanciering van niet-financiële ondernemingen via de markt toe tot het midden van het tweede kwartaal. Dit had te maken met de stijging van de rendementsecarts bij bedrijfsobligaties, die hoofdzakelijk voortvloeide uit een reeks bedrijfsspecifieke gebeurtenissen, in de eerste plaats in de automobielindustrie. De reële kosten van schuldfinanciering via de markt daalden daarna tot het derde kwartaal, vooral door de gedeeltelijke omslag, in het tweede en het derde kwartaal, van de stijging van de rendementsecarts bij bedrijfsobligaties, maar namen opnieuw toe in het vierde kwartaal van 2005. Dit was grotendeels toe te schrijven aan de stijging van de markttrente in de tweede helft van het jaar en aan de oplopende rendementsecarts bij bedrijfsobligaties in het vierde kwartaal. Tegen eind 2005 waren die kosten iets hoger dan eind 2004, maar naar historische maatstaven nog steeds zeer gering.

De reële kosten van genoteerde aandelen van niet-financiële ondernemingen bleven in 2005 aanzienlijk hoger dan die van schuldfinanciering, en stemden grotendeels overeen met hun gemiddelde sinds 1995. In de eerste helft van het jaar zijn de reële kosten van genoteerde aandelen enigszins gestegen. Mogelijke oorzaken hiervoor waren dat de groter dan verwachte winstgevendheid van de niet-financiële ondernemingen niet volledig tot uiting kwam in de aandelenkoersen of dat de risicopremie op aandelen toenam. Hoofdzakelijk als gevolg van gunstige ontwikkelingen op de aandelenmarkten liepen de reële kosten van aandelen tegen het jaareinde evenwel terug tot ongeveer hetzelfde peil als aan het begin van het jaar.

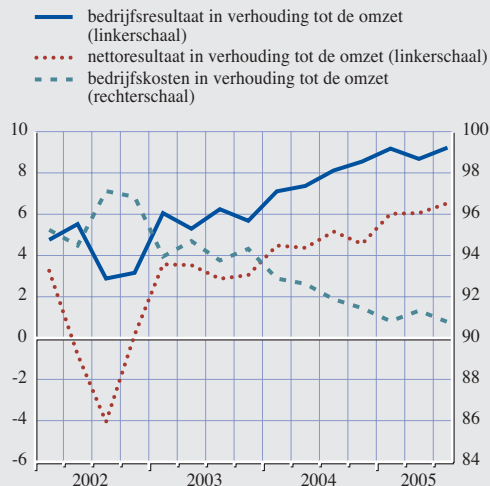
STIJGING VAN DE VRAAG NAAR EXTERNE FINANCIERING DOOR NIET-FINANCIËLE ONDERNEMINGEN

De niet-financiële ondernemingen voerden in 2005 hun vraag naar externe financiering sterk op. Dit deed zich voor tegen de achtergrond van een gezonde winstgevendheid van de bedrijven in 2005 (en van de daarmee gepaard gaande stijging van de interne financieringsmogelijkheden), nadat de winstgevendheid in 2003 en 2004 fors was toegenomen, zoals blijkt uit de geaggregeerde financiële staten van beursgenoteerde niet-financiële ondernemingen in het eurogebied (zie Grafiek 20).⁶ Een cruciale factor in de verbetering van de winstgevendheid waren bezuinigingen in de bedrijfskosten in verhouding tot de omzet. Hoewel tussen februari en oktober 2005 voor de komende twaalfmaandsperiode hogere bedrijfswinsten werden verwacht, gaven op de aandelenmarkt gebaseerde winstgevendheidsmaatstaven tegen eind 2005 aan dat de groei van de winstgevendheid van grote beursgenoteerde vennootschappen tijdens de daaropvolgende twaalf maanden vermoedelijk licht zou dalen. Tegelijkertijd bleef het peil van de verwachte bedrijfswinsten relatief hoog.

⁶ Voor nadere informatie over de methodologie en de ontwikkelingen op langere termijn wordt verwezen naar het artikel getiteld "Developments in corporate finance in the euro area" in het ECB Maandbericht van november 2005.

Grafiek 20 Winstquoten van genoteerde niet-financiële ondernemingen in het eurogebied

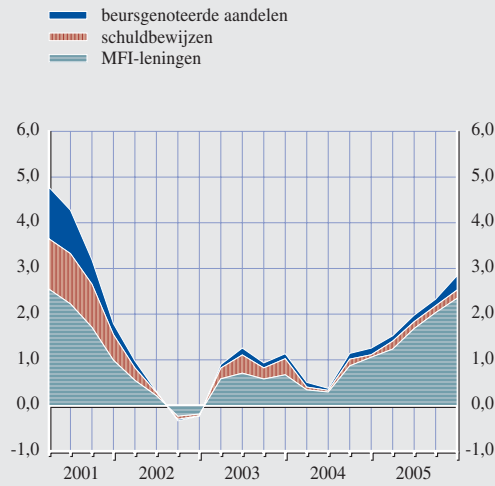
(procenten)



Bronnen: Thomson Financial Datastream en berekeningen van de ECB.
 Toelichting: De berekening is gebaseerd op geaggregeerde financiële kwartaalstaten van de genoteerde niet-financiële ondernemingen in het eurogebied. Uitschieters werden uit het staal weggelaten. Vergeleken met het bedrijfsresultaat, dat wordt gedefinieerd als de omzet min de bedrijfskosten, heeft het nettoresultaat betrekking op het bedrijfsresultaat en het resultaat uit andere activiteiten, na aftrek van belastingen, afschrijvingen en buitengewone baten en lasten.

Grafiek 21 Uitsplitsing van de reële twaalfmaands groei van de externe financiering van niet-financiële ondernemingen ¹⁾

(mutaties in procenten per jaar)



Bron: ECB.
 1) De reële twaalfmaands groei is berekend als het verschil tussen de werkelijke twaalfmaands groei en het groeitempo van de bbp-deflator.

In de loop van 2005 nam de reële jaarlijkse groei van de externe financiering van niet-financiële ondernemingen aanzienlijk toe van 1,3% eind 2004 tot 2,8% in het vierde kwartaal van 2005. Dit was voornamelijk toe te schrijven aan een forse stijging van de bijdrage van leningen, terwijl de stijging van de bijdragen van schuldbewijzen en beursgenoteerde aandelen matiger was (zie Grafiek 21).

De jaarlijkse groei van de MFI-leningen aan niet-financiële ondernemingen steeg van 5,4% eind 2004 tot 8,0% in december. In de eerste helft van het jaar was de stijging vooral toe te schrijven aan het verloop van de kortlopende leningen. In de tweede jaarhelft, echter, trok de twaalfmaands groei van de langlopende leningen sterk aan. Terwijl kortlopende leningen vaak worden aangewend als werkkapitaal, zijn langlopende leningen doorgaans meer bestemd voor bedrijfsinvesteringen. In overeenstemming daarmee rapporteerden de enquêtes naar de ban-

caire kredietverlening van oktober 2005 en januari 2006 dat de investeringen in vaste activa bijdroegen tot een stijging van de nettovraag naar leningen of kredietlijnen vanwege de ondernemingen. Voorts steeg de jaarlijkse groei van de bruto-investeringen in vaste activa aanzienlijk in het tweede en het derde kwartaal van 2005. In dit verband is het mogelijk dat de niet-financiële ondernemingen profijt hebben willen trekken van de lage financieringskosten en de relatief gunstige kredietverleningscriteria voor bedrijfsuitgaven.

Uit de beschikbare gegevens voor de periode tot het einde van het derde kwartaal van 2005 blijkt dat, in tegenstelling tot de MFI-leningen, het jaarlijkse mutatietempo van de niet door MFI's aan niet-financiële ondernemingen verstrekte leningen negatief bleef. Dit kan nog steeds toe te schrijven zijn aan de belastingherziening in één lidstaat van het eurogebied, die aanleiding gaf tot de vervanging van een aantal

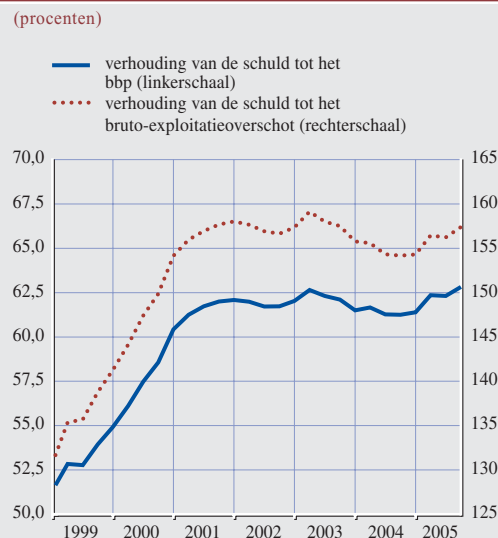
intragroepsleningen door de uitgifte van ongenoteerde aandelen.

Het jaarlijkse groeitempo van de door niet-financiële ondernemingen uitgegeven schuldbewijzen bleef in 2005 al met al bescheiden. Na een herstel in het eerste kwartaal, dat deels verband hield met een toename van de fusie- en overnameactiviteit, daalde de jaarlijkse groei in het tweede en het derde kwartaal en bleef deze matig in het laatste kwartaal van 2005. Mogelijke verklaringen voor de doorgaans relatief lage netto-uitgifte van schuldbewijzen zijn een vervanging van schuldbewijzen door financiering via leningen alsook de stijging van de winstgevendheid van grote beursgenoteerde ondernemingen. Tegelijkertijd hebben de niet-financiële ondernemingen, ondanks de matige netto-uitgifte van schuldbewijzen tegen een vaste rente in 2005, de emissie van langlopende schuldbewijzen tegen een variabele rente sterk verhoogd. Bovendien werd 2005 gekenmerkt door omvangrijke aflossingen van schuldbewijzen die werden uitgegeven in de periode 1999-2001, toen de markt voor bedrijfsobligaties in het eurogebied een hoge vlucht nam.

De jaarlijkse groei van de door niet-financiële ondernemingen uitgegeven genoteerde aandelen nam in 2005 licht toe, maar bleef al met al matig, ten dele als gevolg van het feit dat de reële kosten van aandelen veel hoger waren dan die van schuldfinanciering. De uitgifte van genoteerde aandelen door niet-financiële ondernemingen vertoonde in de tweede jaarhelft echter een lichte stijging.

Wat de ontwikkelingen van de balanspositie van de niet-financiële ondernemingen in het eurogebied betreft, resulteerde de grotere vraag naar schuldfinanciering door de niet-financiële ondernemingen in 2005 in een geringe stijging van hun schuldquote, tot 63% bbp aan het einde van het vierde kwartaal (zie Grafiek 22). Dit kan erop wijzen dat de periode van intensieve balansherstructurerings van niet-financiële ondernemingen in 2005 afliep. Tegelijkertijd is het evenwel waarschijnlijk dat de situatie sterk varieert tussen individuele bedrijven.

Grafiek 22 Schuldquoten in de sector niet-financiële ondernemingen



Bronnen: ECB en Eurostat.

Toelichting: Het bruto-exploitatietoetschot omvat het bruto-exploitatietoetschot plus het gemengde inkomen voor de gehele economie. De schuld is ontleend aan de statistieken betreffende de financiële rekeningen op kwartaalbasis en omvat leningen, uitgegeven schuldbewijzen en reserves van pensioenfondsen. In vergelijking met de gegevens samengesteld aan de hand van de financiële rekeningen op jaarbasis, zijn de schuldquoten hier iets lager, vooral omdat in de financiële rekeningen op jaarbasis de door banken buiten het eurogebied toegestane leningen begrepen zijn, alsook een groter aantal door niet-financiële sectoren verstrekte leningen. De gegevens voor het laatst beschikbare kwartaal zijn ramingen.

De lichte stijging van de schuldquoten moet worden beoordeeld in combinatie met de verbeterde winstgevendheid van de niet-financiële ondernemingen en de aanhoudend lage reële kosten van externe financiering naar historische maatstaven. Bovendien bleven de netto rentebetalingen van de niet-financiële ondernemingen op hun MFI-leningen en deposito's (in procenten bbp) gering.

Al met al lijkt de balanspositie van de niet-financiële ondernemingen, ondanks de lichte stijging van de schuldquoten, in 2005 totaal beschouwd te zijn verbeterd, vooral dankzij de gezonde winstgevendheid. Dit komt ook tot uiting in de gunstige totale ontwikkelingen van de kredietverleningscriteria voor ondernemingen, zoals blijkt uit de enquête naar de bancaire kredietverlening voor het eurogebied, alsook in het verloop van de kredietratings.

Tabel 1 Prijsontwikkelingen

(mutaties in procenten per jaar, tenzij anders vermeld)

	2003	2004	2005	2004 kw 4	2005 kw 1	2005 kw 2	2005 kw 3	2005 kw 4	2005 dec.	2006 jan.
HICP en componenten										
Totale index	2,1	2,1	2,2	2,3	2,0	2,0	2,3	2,3	2,2	2,4
Energie	3,0	4,5	10,1	8,5	7,6	8,8	12,7	11,1	11,2	.
Bewerkte voedingsmiddelen	3,3	3,4	2,0	2,8	2,4	1,6	1,8	2,2	1,8	.
Onbewerkte voedingsmiddelen	2,1	0,6	0,8	-0,7	0,5	0,8	0,8	1,4	1,5	.
Industriële goederen m.u.v. energie	0,8	0,8	0,3	0,8	0,3	0,3	0,1	0,4	0,4	.
Diensten	2,5	2,6	2,3	2,7	2,4	2,3	2,2	2,1	2,1	.
Overige prijs- en kostenindicatoren										
Industriële producentenprijzen ¹⁾	1,4	2,3	4,1	3,8	4,1	3,9	4,2	4,4	4,7	.
Olieprijzen (EUR per vat) ²⁾	25,1	30,5	44,6	34,5	36,6	42,2	50,9	48,6	48,5	52,5
Grondstoffenprijzen ³⁾	-4,5	10,8	9,4	1,3	1,9	2,2	11,6	23,2	29,8	23,1

Bronnen: Eurostat, Thomson Financial Datastream en Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv.

1) Met uitzondering van de bouwrijverheid.

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

3) Met uitzondering van energie; in euro.

2.3 PRIJSONTWIKKELINGEN

De totale HICP-inflatie in het eurogebied bedroeg in 2005 gemiddeld 2,2%, tegen 2,1% tijdens de twee voorgaande jaren (zie Tabel 1). De onderliggende binnenlandse inflatoire druk bleef in 2005 gering, deels als gevolg van de voortzetting van de loonmatiging tegen de achtergrond van gematigde arbeidsmarktontwikkelingen. De voornaamste factor die een opwaartse druk op de prijzen uitoefende, was de hogere olieprijs, met name in de tweede helft van het jaar. Er waren echter maar weinig tekenen die wezen op een doorwerking, in een later stadium van de productieketen, van eerdere olieprijsstijgingen in de prijzen. Tegelijkertijd werd de inflatie getemperd door de vertraagde effecten van de eerdere appreciatie van de euro en de impact van de scherpe mondiale concurrentie. Tevens was de bijdrage van de netto indirecte belastingen en van de door de overheid gereguleerde prijzen aan de HICP-inflatie in 2005 iets geringer dan in 2004.

TOTALE INFLATIE VOORAL BEÏNVLOED DOOR OLIEPRIJSONTWIKKELINGEN

In 2005 werd het patroon van de totale HICP-inflatie sterk beïnvloed door ontwikkelingen in de component energie, daar de olieprijsen fors stegen (zie Grafiek 23). De in euro luidende gemiddelde prijs van een vat ruwe Brent-olie

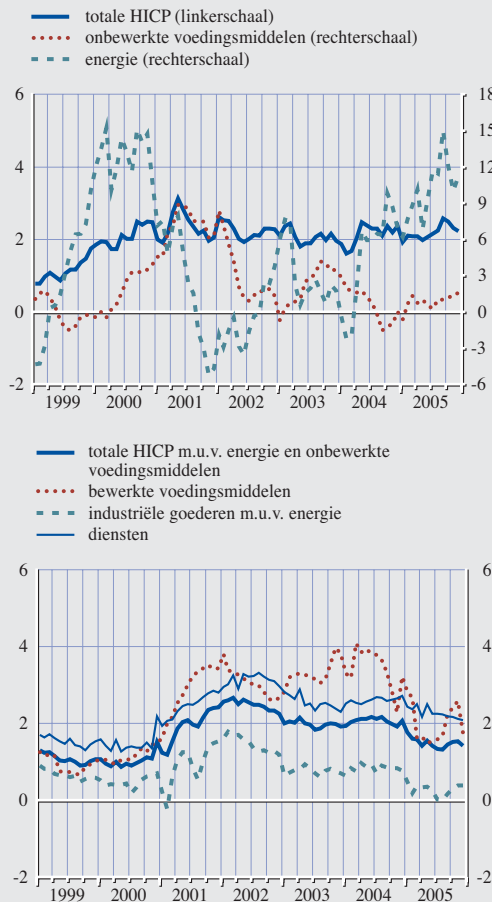
nam in 2005 met zowat 45% toe in vergelijking met 2004. Bijgevolg bedroeg het jaar-op-jaar groeitempo van de energieprijzen in 2005 10,1%, tegen 4,5% in 2004. Hun 0,8 procentpunt belopende bijdrage aan de gemiddelde jaarlijkse inflatie in 2005 was de hoogste in vijf jaar tijd (zie Grafiek 24).

De totale inflatie bleef in de eerste helft van 2005 dicht bij 2,0%. Vooral als gevolg van de olieprijsontwikkelingen, steeg de inflatie tijdens de tweede helft van het jaar tot een piek van 2,6% in september, waarna ze tegen eind 2005 tot 2,2% daalde. De invloed van de stijging van de olieprijsen op de inflatie kwam ook tot uiting in de herzieningen van de inflatieverwachtingen in de loop van 2005. De inflatieverwachtingen voor 2005 volgens de door de ECB gehouden Survey of Professional Forecasters (SPF) stegen bijvoorbeeld van 1,9% in het eerste kwartaal tot 2,2% in het laatste kwartaal van 2005. In tegenstelling hiermee, bleven de langetermijninflatieverwachtingen volgens de SPF in 2005 ongewijzigd op 1,9%. Dat patroon werd algemeen gedeeld door andere, uit enquêtes afgeleide indicatoren voor inflatieverwachtingen op de korte en de lange termijn.

De minder volatiele componenten van de HICP speelden een belangrijke rol bij het beperken van de opwaartse druk van de olieprijsen op de

Grafiek 23 Uitsplitsing HICP-inflatie: belangrijkste componenten

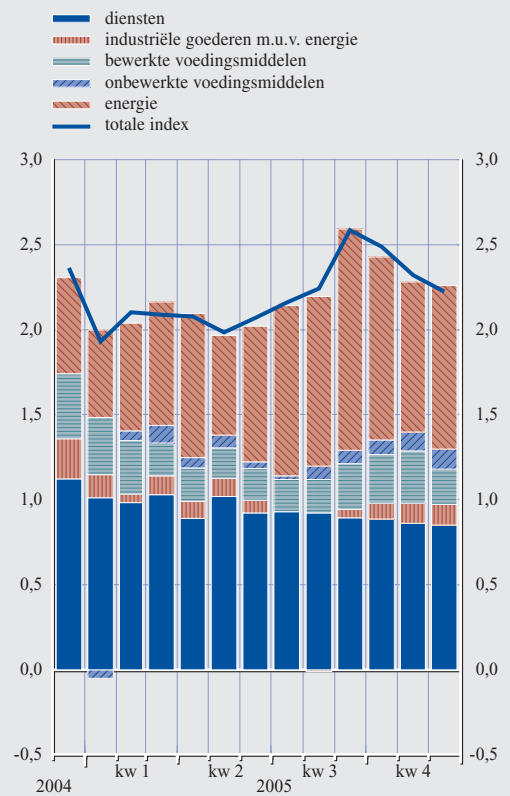
(mutaties in procenten per jaar; maandgegevens)



Bron: Eurostat.

Grafiek 24 Bijdragen van de belangrijkste componenten tot de HICP-inflatie

(jaarlijkse bijdragen in procentpunten; maandgegevens)



Bron: Eurostat.

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

totale inflatie. Na in de eerste helft van 2005 te zijn gedaald, vlakke het jaar-op-jaar groeitempo van de HICP ongerekend energie en onbewerkte voedingsmiddelen in de tweede helft van het jaar af. Over het geheel genomen, daalde het jaar-op-jaar groeitempo van de HICP met uitzondering van energie en onbewerkte voedingsmiddelen van 2,1% in 2004 tot 1,5% in 2005. Deze daling wordt deels verklaard door de geringere bijdrage, in 2005, van de netto indirecte belastingen en van de door de overheid gereguleerde prijzen aan de totale inflatie, ten belope van ongeveer 0,4 procentpunt, vergeleken met zowat 0,6 procentpunt in 2004.⁷ De prijzen voor bewerkte voedingsmiddelen trokken

in de eerste helft van 2005 bijvoorbeeld profijt van gunstige basiseffecten als gevolg van de verhogingen, in de eerste helft van 2004, van tabaksaccijnzen in een aantal landen. Die basiseffecten werden slechts gedeeltelijk gecompenseerd door een verhoging van de tabaksaccijnzen in Duitsland in september 2005. Over het geheel genomen, bedroeg het twaalfmaands mutatiestempo van de prijzen van bewerkte voe-

⁷ Voor bijzonderheden over de subcomponenten van de HICP die worden gebruikt om het effect van ontwikkelingen inzake indirecte belastingen en door de overheid gereguleerde prijzen te beoordelen, zie het Kader getiteld "De invloed van indirecte belastingen en door de overheid gereguleerde prijzen op de inflatie" in het ECB Maandbericht van januari 2004.

dingsmiddelen in 2005 2,0%, dat is aanzienlijk minder dan het in 2004 opgetekende percentage van 3,4%. Ook het twaalfmaands mutatietempo van de prijzen voor industriële goederen met uitzondering van energie daalde, van 0,8% in 2004 tot 0,3% in 2005. Die historisch zeer geringe bijdrage van de prijzen voor industriële goederen ongerekend energie kan de afspiegeling zijn van een neerwaartse invloed, op de prijzen, van de scherpe buitenlandse concurrentie en de vertraagde effecten van de eerdere appreciatie van de euro. Ondanks enige variabiliteit op de korte termijn vanwege een aantal volatiele componenten, zoals georganiseerde reizen en vervoer, liet de inflatie van de dienstprijzen in de loop van 2005 een daling opte-

kenen en kwam in dat jaar gemiddeld op 2,3% uit, tegen 2,6% in 2004. Over het algemeen waren er in 2005 weinig gegevens die wezen op aanzienlijk indirecte effecten van de stijgingen in de energieprijzen.

Dat de totale HICP-inflatie in 2005 voor het vijfde jaar op rij net iets boven 2% uitkwam, beklemtoont het belang om de determinanten van de inflatiepersistentie te analyseren. In Kader 4 worden de voornaamste conclusies van het Eurosystem Inflation Persistence Network inzake de inflatiepersistentie en het prijszettingsgedrag in het eurogebied behandeld.

Kader 4

ONDERZOEKSNETWERK INZAKE DE INFLATIEPERSISTENTIE EN HET PRIJSZETTINGSGEDRAG IN HET EUROGEBIED

Het Eurosystem Inflation Persistence Network (IPN) werd in 2003 opgericht voor het bestuderen van de patronen, de determinanten en de gevolgen van de inflatiepersistentie en het prijszettingsgedrag in het eurogebied en de lidstaten ervan. De inflatiepersistentie verwijst naar de door de inflatie vertoonde tendens om, na een schok, slechts traag te convergeren naar haar lange-termijnwaarde. Het IPN rondde zijn werk in 2005 af.

Het IPN was een gezamenlijk onderzoeksproject van alle centrale banken van het Eurosysteem. Het maakte gebruik van een gegevensbestand zonder voorgaande, dat een grote hoeveelheid informatie bood over macro-economische en sectorale variabelen en over het prijszettingsgedrag van afzonderlijke bedrijven. De afzonderlijke prijsnoteringen die ten grondslag lagen aan het samenstellen van zowel consumptieprijsindices als producentenprijsindices werden verstrekt voor een groot aantal landen uit het eurogebied. Bovendien voerde het IPN in negen landen enquêtes inzake prijszettingsgedrag uit. Al met al bieden die gegevensbestanden een unieke kans om inzicht te verwerven in het gedrag van de prijsbepalers. Ze zijn zonder voorgaande, zelfs naar internationale maatstaven, vermits de gegevens waarover het IPN de beschikking kreeg, de voor andere economieën beschikbare informatie ruimschoots overschrijdt.

Het IPN presenteerde zijn voorlopige resultaten op wetenschappelijke congressen om al vroeg van de wetenschappelijke gemeenschap een respons te krijgen waar het bij zijn latere werkzaamheden rekening mee zou kunnen houden. In de loop van 2005 werden voordrachten gehouden op de jaarvergadering van de American Economic Association in Philadelphia en op het Jaarlijks Congres van de European Economic Association in Amsterdam. Tal van research papers werden gepubliceerd in de Working Paper series van de ECB. In de komende maanden volgen er nog een aantal en enkele ervan zijn reeds, of zullen eerlang worden gepubliceerd in tijdschriften met collegiale toetsing.

Wat de prijszetting betreft, zijn de fundamentele inzichten van het IPN als volgt. De prijzen zijn vrij star in het eurogebied; gemiddeld veranderen ze maar een keer per jaar.¹ Wanneer prijsaanpassingen plaatsvinden, zijn ze doorgaans vrij groot, ongeveer 8-10% in de detailhandel en ongeveer 5% wat de producentenprijzen betreft. Opmerkelijk is dat de prijzen bijna even vaak en even sterk stijgen en dalen; een belangrijke uitzondering hierop is de dienstensector, waar gewoonlijk kleine prijsstijgingen voorkomen en zeer zelden sprake is van prijsdalingen. Er zijn aanzienlijke verschillen van sector tot sector, vooral wat de frequentie van de prijsaanpassingen betreft. Voorts zijn de frequentie, de omvang en de richting van de prijsveranderingen afhankelijk van macro-economische omstandigheden (zoals de inflatie) en tijdfactoren (zoals seizoeninvloeden) en reageren zij op bijzondere gebeurtenissen (zoals wijzigingen in btw-tarieven).

Uit enquêtes is gebleken dat de meeste bedrijven de prijzen zowel op gezette tijden als bij wijze van reactie op veranderende economische omstandigheden herbekeken. Prijzen worden vaker herbekeken dan dat ze worden veranderd. Dat kan zijn omdat uit de analyses blijkt dat er geen noodzaak tot prijswijziging is of vanwege factoren die prijswijzigingen verhinderen, ook al geven de analyses aan dat de prijzen gewijzigd zouden moeten worden. Uit de door het IPN gehouden enquêtes blijken aanwijzingen dat er belemmeringen zijn om de prijzen te veranderen; de voornaamste factoren zijn de expliciete of impliciete overeenkomsten tussen bedrijven en hun klanten en de strategische wisselwerking tussen de bedrijven.

Een verdere belangrijke bevinding van het IPN is dat de persistentiegraad van de inflatie toeneemt met het aggregatieniveau. Afzonderlijke of sterk gedesaggreerde prijsreeksen zijn gemiddeld veel minder persistent dan geaggregeerde reeksen. De empirische schattingen wijzen op een gematigde graad van inflatiepersistentie in het huidige monetaire-beleidsregime; het is evenwel van belang in ramingen betreffende lange periodes rekening te houden met eerdere occasionele veranderingen van het gemiddelde inflatieniveau. Zelfs indien zulks gedaan wordt, blijven dergelijke ramingen vrij onzeker.

Over het geheel genomen, werd er dankzij de resultaten van het IPN aanzienlijke vooruitgang geboekt inzake de kennis over inflatiepersistentie en prijszettingsgedrag in het eurogebied. Er zijn belangrijke beleidsimplicaties en gevolgen voor het opstellen van modellen, aangezien verschillende van de meest algemeen gebruikte aannames in macro-economische modellen met micro-economische onderbouwing door de nieuwe bevindingen sterk worden aangevochten. Beleidsmatig beklemtonen de resultaten hoe belangrijk het is voor centrale banken om ervoor te zorgen dat inflatieverwachtingen degelijk verankerd zijn, daar zulks de inflatiepersistentie zal verminderen en derhalve de monetaire-beleidsvoering vergemakkelijken.

¹ Dat is veel minder vaak dan prijswijzigingen in de Verenigde Staten bijvoorbeeld. Voor een gedetailleerder overzicht van die resultaten, zie het artikel getiteld "Price-setting behaviour in the euro area" in het ECB Maandbericht van november 2005.

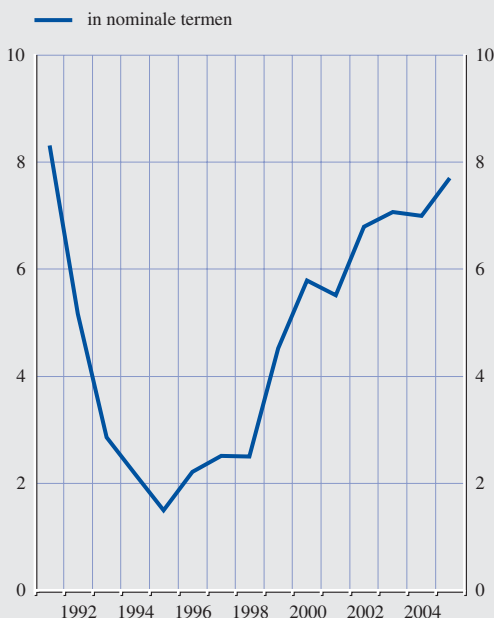
WONINGPRIJZEN LOPEN FORS OP

De woningprijzen in het eurogebied, die niet in aanmerking worden genomen bij het meten van de HICP, bleven in 2005 oplopen; in de eerste helft van 2005 stegen ze (jaar-op-jaar) met 7,7%, tegen 7,0% voor heel 2004 (zie Grafiek 25). Die sterke totale groei verhulde echter aanzienlijke verschillen van land tot land. De

recente dynamiek weerspiegelt grotendeels uitbundige woningmarkten in Spanje, Frankrijk en Italië, terwijl de woningprijzen in Duitsland licht daalden. Uit beschikbare kwartaalgegevens voor de tweede helft van 2005 blijkt dat de prijzen in Spanje en Frankrijk sterk bleven stijgen, zij het in een iets gematigder tempo dan voordien.

Grafiek 25 Woningprijzen

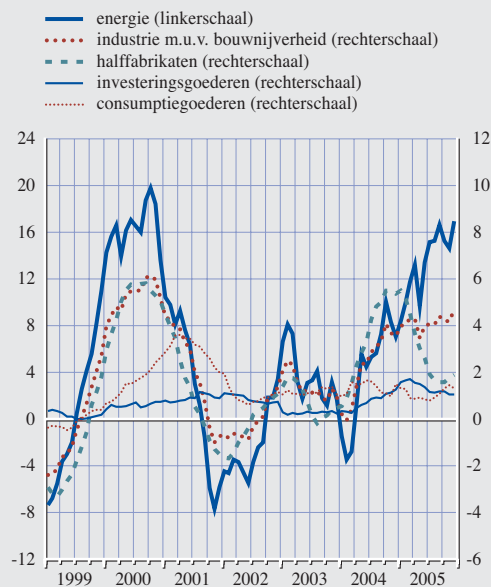
(mutaties in procenten per jaar; jaargegevens)



Bron: Berekeningen van de ECB, gebaseerd op niet-geharmoniseerde nationale gegevens.
Toelichting: Gegevens voor 2005 hebben betrekking op de eerste helft van het jaar.

Grafiek 26 Uitsplitsing industriële producentenprijzen

(mutaties in procenten per jaar; maandgegevens)



Bron: Eurostat.

BEPERKTE INDIRECTE EFFECTEN IN LATERE STADIA VAN DE PRODUCTIETETEN

Het jaarlijkse stijgingspercentage van de industriële producentenprijzen (ongerekend de bouwnijverheid) beliep in 2005 in het eurogebied 4,1%, dat is aanzienlijk méér dan de in 2004 opgetekende 2,3% (zie Grafiek 26). Die toename was vooral toe te schrijven aan de energieprijzen, aangezien het jaarlijkse groeitempo van de industriële producentenprijzen ongerekend energie (en de bouwnijverheid) in 2005 1,8% beliep, tegen 2,0% in 2004.

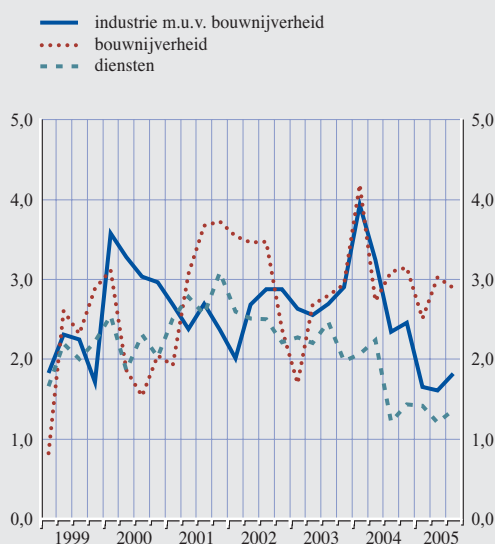
Die algehele stabiliteit van het jaarlijkse stijgingspercentage van de industriële producentenprijzen ongerekend energie verhulde uiteenlopende ontwikkelingen op het subsectorale niveau. Het jaarlijkse groeitempo van de prijzen van investeringsgoederen beliep in 2005 1,3%, tegen 0,7% in 2004. Die opwaartse druk werd deels gecompenseerd door een sterke vertraging van de prijzen van halffabrikaten, deels als

gevolg van het prijsverloop van grondstoffen exclusief olie, alsook van vertraagde effecten van de eerdere appreciatie van de euro. De jaarlijkse groei van de prijzen van halffabrikaten liep terug van 5,5% in januari 2005 tot 1,9% in december 2005 en bedroeg in 2005 gemiddeld 2,9%, tegen 3,5% in 2004.

Er waren weinig indicaties dat de druk op de prijzen in latere stadia van de productieteten aanzienlijk toenam. De groei van de producentenprijzen voor consumptiegoederen daalde van 1,3% in 2004 tot 1,1% in 2005. De geringe consumptieve vraag, de toegenomen buitenlandse concurrentie en de eerdere appreciatie van de euro kunnen de bedrijven ervan weerhouden hebben de prijsstijgingen voor energie en, in mindere mate, voor halffabrikaten door te berekenen.

Grafiek 27 Sectorale loonsom per werknemer

(mutaties in procenten per jaar; kwartaalgegevens)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

eerste drie kwartalen van 2005 steeg met een gemiddeld jaarlijks groeitempo van 1,8%, in vergelijking met 1,5% in 2004, daalde de groei in de niet-marktgebonden diensten aanzienlijk en bedroeg gemiddeld 0,8%, tegen 2,1% in 2004.

Ook andere arbeidskostenindicatoren wijzen op een gematigde loonstijging. De twaalfmaands groei van de contractlonen beliep 2,1% in 2005, net als in 2004. Bovendien wezen fragmentarische gegevens over de in de periode tot eind 2005 afgesloten loonakkoorden in verschillende landen van het eurogebied niet op het optreden van aanzienlijke tweede-ronde-effecten als gevolg van hogere olieprijs, afgezien van de mechanische effecten van de loonindexering in landen waar die bestaat. Al bij al, bleven de loonontwikkelingen in 2005 beperkt, gezien de aanhoudend gematigde reële bbp-groei en de beperkte druk op de arbeidsmarkten in het eurogebied.

GEMATIGDE ARBEIDSKOSTENONTWIKKELINGEN IN 2005

In de eerste drie kwartalen van 2005 vertraagde de groei van de loonsom per werknemer aanzienlijk. De gemiddelde twaalfmaands toename beliep 1,5%, tegen 2,0% in 2004 (zie Tabel 2). Die daling was vooral het gevolg van loonontwikkelingen in de industrie met uitzondering van de bouwnijverheid en, in mindere mate, in de dienstensector (zie Grafiek 27). In de dienstensector liepen de ontwikkelingen echter uiteen. Terwijl de groei van de loonsom per werknemer in de marktgebonden diensten in de

Ondanks de afgenomen loongroei, bleef het groeitempo van de arbeidskosten per eenheid product in 2005 ongewijzigd. De arbeidskosten per eenheid product groeiden in de eerste drie kwartalen van 2005 met gemiddeld 0,9%, net als in 2004. Dat weerspiegelde de daling van de productiviteitsgroei, die in de eerste drie kwartalen van 2005 gemiddeld 0,6% bedroeg, tegen 1,1% in 2004.

Tabel 2 Arbeidskostenindicatoren

(mutaties in procenten per jaar, tenzij anders vermeld)

	2003	2004	2005	2004 kw 4	2005 kw 1	2005 kw 2	2005 kw 3	2005 kw 4
Contractlonen	2,4	2,1	2,1	2,0	2,2	2,1	2,1	2,0
Totale arbeidskosten per uur	3,0	2,5	.	2,4	3,2	2,5	2,2	.
Loonsom per werknemer	2,3	2,0	.	1,7	1,5	1,4	1,6	.
<i>P.m.-posten</i>								
Arbeidsproductiviteit	0,5	1,1	.	0,7	0,4	0,5	0,9	.
Arbeidskosten per eenheid product	1,8	0,9	.	1,1	1,1	0,9	0,7	.

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

Tabel 3 Samenstelling van de reële bbp-groei

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

	Jaarcijfers ¹⁾					Kwartaalcijfers ²⁾							
	2003	2004	2005	2004 kw 4	2005 kw 1	2005 kw 2	2005 kw 3	2005 kw 4	2004 kw 4	2005 kw 1	2005 kw 2	2005 kw 3	2005 kw 4
Reëel bruto binnenlands product	0,7	1,8	1,4	1,6	1,2	1,2	1,6	1,7	0,2	0,3	0,4	0,7	0,3
<i>waarvan:</i>													
Binnenlandse vraag ³⁾	1,3	1,8	1,6	1,9	1,6	1,7	1,7	1,6	0,5	0,1	0,5	0,5	0,4
Particuliere consumptie	1,0	1,4	1,4	1,9	1,3	1,5	1,9	0,8	0,9	0,1	0,3	0,5	-0,2
Overheidsconsumptie	1,7	1,1	1,3	0,7	0,8	1,2	1,6	1,7	0,0	0,0	0,8	0,9	0,0
Bruto-investeringen in vaste activa	0,8	1,8	2,2	1,6	1,2	1,9	2,7	3,2	0,4	0,2	1,0	1,1	0,8
Voorraadwijzigingen ⁴⁾	0,2	0,3	0,1	0,4	0,4	0,2	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,4
Netto-uitvoer ³⁾	-0,6	0,0	-0,2	-0,3	-0,3	-0,5	-0,1	0,1	-0,3	0,2	-0,1	0,2	-0,2
Uitvoer ⁵⁾	1,2	5,9	3,9	5,8	3,1	2,6	4,9	5,1	0,3	-0,9	2,0	3,4	0,5
Invoer ⁵⁾	3,0	6,2	4,7	7,1	4,3	4,2	5,4	5,0	1,3	-1,5	2,3	3,1	0,9
Reële bruto toegevoegde waarde													
<i>waarvan:</i>													
Industrie m.u.v. bouwnijverheid	0,2	1,6	1,3	0,6	0,4	0,6	1,4	2,6	-0,5	0,2	0,8	0,9	0,6
Bouwnijverheid	0,9	1,8	1,7	1,2	-0,4	1,4	2,4	3,1	0,6	-0,5	1,9	0,5	1,3
Marktgebonden diensten ⁶⁾	0,9	1,8	2,1	2,0	2,2	1,9	2,1	2,0	0,3	0,6	0,6	0,5	0,2

Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De gerapporteerde gegevens zijn gecorrigeerd voor seizoeninvloeden en deels voor het aantal werkdagen, aangezien niet alle landen van het eurogebied nationale rekeningen op kwartaalbasis rapporteren die gecorrigeerd zijn voor het aantal werkdagen.

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

2) Mutatie in procenten tegenover het voorgaande kwartaal.

3) Als bijdrage tot de reële bbp-groei; in 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, vervoer, onderhoud, horeca, communicatie, financiële en zakelijke dienstverlening, diensten m.b.t. onroerend goed en verhuur.

2.4 PRODUCTIE-, VRAAG- EN ARBEIDSMARKTONTWIKKELINGEN

TRAGERE ECONOMISCHE GROEI IN 2005

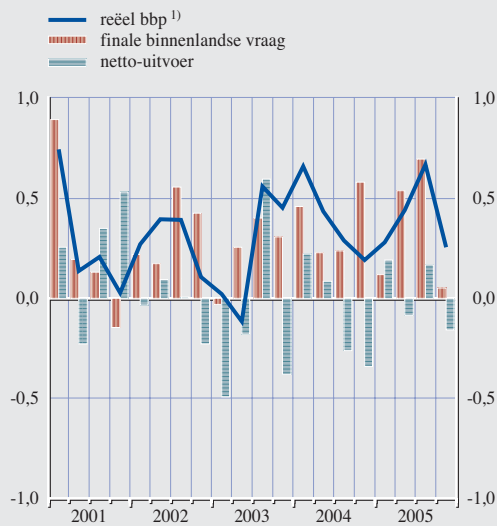
De reële bbp-groei in het eurogebied (deels gecorrigeerd voor het aantal werkdagen) bedroeg in 2005 1,4%, dat is onder de in het voorgaande jaar opgetekende 1,8% en de trendmatige potentiële productiegroei (zie Tabel 3). De in 2005 lager dan verwachte resultaten, waarmee de sinds medio 2004 opgetekende gematigde groei van de economische activiteit werd doorgetrokken, waren het gevolg van het hoge niveau van de olieprijs, de vertraagde effecten van de appreciatie van de euro in 2004 en een tijdelijke vertraging van de mondiale vraag in de eerste helft van 2005.

Het tempo van het in het derde kwartaal van 2003 ingezette herstel, na de aanhoudende

periode van trage groei van medio 2001 tot medio 2003, was relatief zwak in vergelijking met de herstelperiodes in het begin van de jaren tachtig en het begin van de jaren negentig. Dat kan door verschillende factoren worden verklaard. In de eerste plaats werd de huidige fase, in tegenstelling tot eerdere herstelperiodes, gekenmerkt door zeer forse olieprijsstijgingen en een aanzienlijke appreciatie van de euro. Ten tweede zijn er voorlopige indicaties dat de potentiële productiegroei de afgelopen jaren vertraagd is, vooral als gevolg van een geringere groei van de arbeidsproductiviteit. Ten derde moet ook in aanmerking worden genomen dat de aan het herstel voorafgaande vertraging relatief weinig geprononceerd was. Aangezien de kracht van de opleving doorgaans afhankelijk is van de intensiteit van de eraan voorafgaande economische verzwakking, komt het niet als een

Grafiek 28 Bijdragen tot de reële bbp-groei op kwartaalbasis

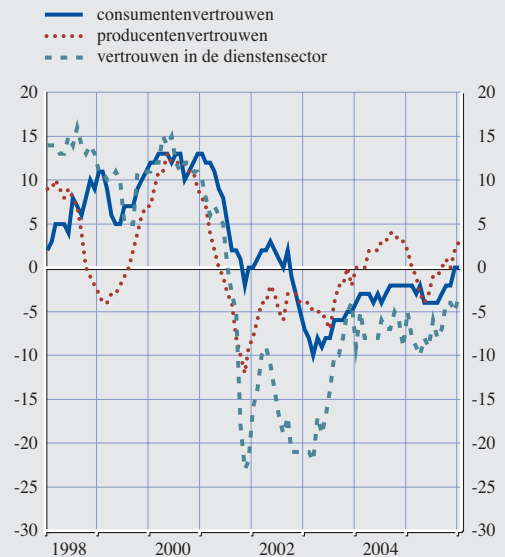
(bijdragen in procentpunten op kwartaalbasis; voor seizoen gezuiverde gegevens)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.
1) Mutatie in procenten tegenover het voorgaande kwartaal.

Grafiek 29 Vertrouwensindicatoren

(procentuele saldi, voor seizoen gezuiverde gegevens)



Bron: Door de Europese Commissie onder producenten en consumenten gehouden conjunctuurenquêtes.
Toelichting: Alle gegevens zijn voor seizoeninvloeden gezuiverd. De getoonde gegevens zijn berekend als afwijkingen van het gemiddelde sinds januari 1985 voor het consumenten- en producentenvertrouwen en sinds april 1995 voor het vertrouwen in de dienstensector.

verrassing dat het huidige herstel enigszins minder krachtig is dan de vorige oplevingen.⁸

De groeimatiging over heel 2005 kan worden toegeschreven aan een geringere bijdrage van zowel de externe sector als de binnenlandse vraag. De groei van zowel de binnenlandse vraag als de uitvoer bleef in 2005 onder de verwachtingen van eind 2004 (zie Grafiek 28).

Wat de binnenlandse bijdrage aan de groei betreft, bleef de groei van de binnenlandse consumptie in 2005 gematigd (zie Tabel 3). Dat was deels een gevolg van geringe stijgingen van het reële beschikbare inkomen, een weerspiegeling van de beperkte groei van het nominale inkomen en de stijging van de energieprijzen. Die effecten werden niet gecompenseerd door geringere gezinsbesparingen, misschien omdat de werkgelegenheidsverwachtingen relatief pessimistisch bleven. Ook de bezorgdheid over de

houdbaarheid van pensioen- en gezondheidszorgstelsels kan een rol hebben gespeeld, samen met het feit dat de laagbetaalden, met een hogere marginale consumptiequote, wellicht onevenredig getroffen werden door de zwakke inkomensgroei en schokken op de prijzen voor basisgoederen en -diensten. Het consumentenvertrouwen bleef in 2005 gedrukt, hoewel het aan het einde van het jaar tekenen van verbetering vertoonde (zie Grafiek 29).

De investeringsgroei was in de eerste helft van 2005 aanzienlijk lager dan in de tweede helft van 2004. Die vertraging was vooral te wijten aan de geringere groei van de investeringen exclusief gebouwen, overwegend als gevolg van een negatieve ontwikkeling in de transportsector.

⁸ Zie ook het Kader getiteld "The current euro area recovery from a historical perspective" in het ECB Maandbericht van november 2005.

De bruto-investeringen in vaste activa trokken vanaf medio 2005 evenwel fors aan. Factoren die de investeringen in 2005 ondersteunden, waren onder meer verbeteringen in de bedrijfs-efficiëntie, robuuste bedrijfswinsten, de zeer gunstige financieringsvoorwaarden en de groei van de mondiale vraag.

Uit een uitsplitsing van de economische groei naar sector in 2005 blijkt dat de toegevoegde waarde in de industrie (exclusief de bouwnijverheid), de bouwnijverheid en de dienstensector de groei positief beïnvloedde. De toegevoegde waarde in de marktgebonden diensten

groeide fors dan in 2004. In de industrie ongetreurd de bouwnijverheid groeide zij echter minder sterk. Het vertrouwen in de industrie en in de dienstensector verslechterde in de eerste helft van 2005, hoewel het in de tweede helft verstevigde (zie Grafiek 29). Het belang van de dienstensector is de voorbije decennia aanzienlijk toegenomen en naar verwachting zal de bijdrage ervan aan de economie van het eurogebied de komende jaren verder groeien. In Kader 5 wordt ingegaan op de uitsplitsing van de groei in het eurogebied naar sector en wordt een meer gedetailleerde analyse gegeven van de ontwikkelingen in de dienstensector.

Kader 5

DE UITSPLITSING VAN DE GROEI IN HET EUROGEBIED NAAR SECTOR

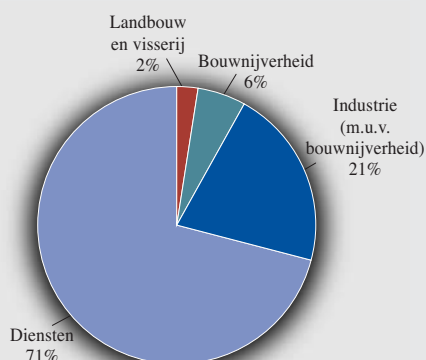
Dit Kader biedt een overzicht van de economische structuur van het eurogebied naar sector en van de sectorale verschuivingen tijdens de afgelopen jaren. Tevens worden de bijdragen besproken die de belangrijkste economische sectoren de voorbije jaren hebben geleverd aan de groei van de toegevoegde waarde in het eurogebied en aan de volatiliteit en wordt er nagegaan of de relatieve zwakte van het huidige herstel vergeleken met vroegere ervaringen verband houdt met ontwikkelingen in specifieke sectoren.

De uitsplitsing van de toegevoegde waarde naar sector beklemtoont de vooraanstaande rol van de dienstensector in het eurogebied (zie Grafiek A). Met een aandeel van ongeveer 70% is de dienstensector veruit de grootste economische sector in het eurogebied. De industrie, vooral de verwerkende nijverheid (maar ook de delfstoffen en de elektriciteits-, gas- en watervoorziening), maakt ongeveer 20% van de toegevoegde waarde van het eurogebied uit. Het aandeel van de bouwnijverheid en de landbouw bedraagt respectievelijk slechts 6% en 2%.

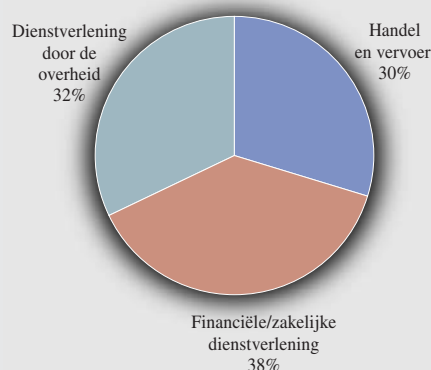
De dienstensector wordt op zijn beurt over het algemeen uitgesplitst in drie hoofdbranches van ongeveer dezelfde grootte, namelijk handel en transport, financiële en zakelijke dienstverlening en een sector die voornamelijk overheidsgerelateerde diensten omvat (zie Grafiek B). Hoewel die uitsplitsing geen strikte scheiding tussen de collectieve en de particuliere diensten biedt, worden de categorieën bestaande uit handel en transport en de financiële en zakelijke dienstverlening gewoonlijk aangeduid als de marktgerichte dienstensectoren.

In overeenstemming met de trendmatige ontwikkelingen die de ontwikkelde economieën in het algemeen laten optekenen, heeft de economie van het eurogebied significante structurele veranderingen ondergaan. Dit blijkt uit het feit dat het belang van de dienstensector aanzienlijk is toegenomen, terwijl het aandeel van de industrie voortdurend is afgenomen. Sinds 1996 is het aandeel van de dienstensector in de totale toegevoegde waarde bijvoorbeeld met ongeveer 3 procentpunten gestegen, terwijl dat van de industrie met 2 procentpunten gedaald is. Het stijgend aandeel van de dienstensector kan door een aantal factoren worden verklaard, waaronder een verschuiving in de consumptieve vraag naar diensten naarmate het inkomen toeneemt, de

Grafiek A Uitsplitsing van de totale reële bruto toegevoegde waarde ¹⁾



Grafiek B Uitsplitsing van de reële bruto toegevoegde waarde in de diensten ¹⁾



Bron: Eurostat.

1) Gewichten hebben betrekking op het jaar 2005.

liberalisering van de dienstensector en een gestegen arbeidsmarktparticipatie van vrouwen die een aantal verschuivingen van gezinsactiviteiten naar de diensten impliceert.

De door de afzonderlijke sectoren uit het eurogebied teweeggebrachte veranderingen in het aandeel van de toegevoegde waarde, wijzen op aanzienlijke verschillen in de groeiresultaten van de onderscheiden sectoren. Wat de zakelijke dienstverlening betreft, kan de uitbesteding van een aantal activiteiten door bedrijven in de industriële sector deels ook de stijging in de dienstensector verklaren. Die ontwikkeling versterkt tevens de betrekkingen tussen de beide sectoren. Uit de tabel blijkt dat de reële bruto toegevoegde waarde in het eurogebied sinds het begin van de jaren negentig kwartaal-op-kwartaal met gemiddeld 0,5% gestegen is. De diensten groeiden in hetzelfde tempo, vooral onder impuls van de stijging in de verhandelbare diensten. De industrie (exclusief de bouwnijverheid) groeide met gemiddeld 0,3%, terwijl de bouwnijverheid met net 0,1% het laagste stijgingspercentage liet optekenen. Door hun omvang en goede resultaten, droegen de diensten het meest bij aan de groei van de toegevoegde waarde in het euro-

Sectorale ontwikkelingen van de reële toegevoegde waarde in het eurogebied

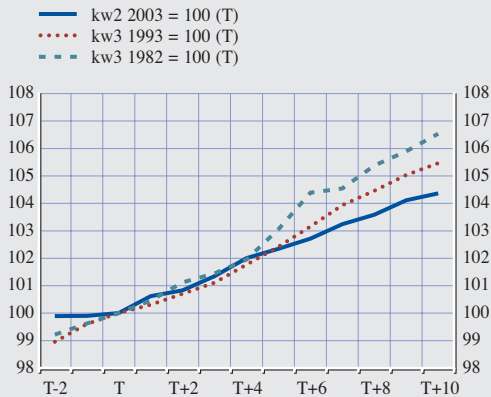
(gemiddelden tijdens de respectieve periodes)

	Groei op kwartaalbasis (procenten) (1991 tot 2005)	Standaardafwijking (van de groei op kwartaalbasis) (1991 tot 2005)	Bijdragen tot de groei op kwartaalbasis (procentpunten) (1996 tot 2005)	Gemiddelde absolute bijdragen tot de verandering in de groei op kwartaalbasis (procentpunten) (1996 tot 2005)
Diensten	0,5	0,3	0,4	0,2
Handel en vervoer	0,5	0,6	0,1	0,1
Financiële/zakelijke dienstverlening	0,7	0,4	0,2	0,1
Dienstverlening door de overheid	0,4	0,3	0,1	0,0
Industrie (m.u.v. bouwnijverheid)	0,3	1,0	0,1	0,2
Bouwnijverheid	0,1	1,7	0,0	0,1
Landbouw	0,4	1,6	0,0	0,0
Totaal	0,5	0,4	0,5	-

Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

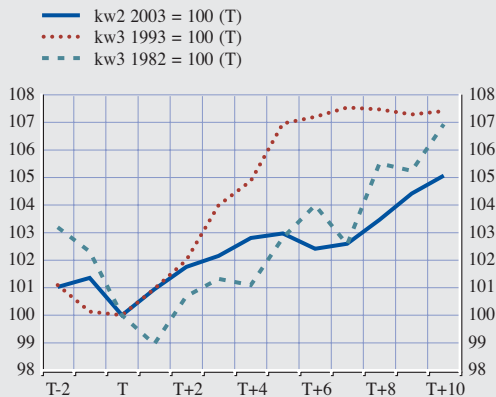
Grafiek C Toegevoegde waarde in de dienstensector van het eurogebied

(index, T=100)



Grafiek D Toegevoegde waarde in de industriële sector van het eurogebied

(index, T=100)



Bron: Berekeningen van de ECB gebaseerd op Eurostat-gegevens.

Toelichting: Het herstel vangt aan in T+1, waarin het kwartaal T het dieptepunt is zoals gedefinieerd door het Euro Area Business Cycle Dating Committee van het Centre for Economic Policy Research (zie <http://www.cepr.org/data/Dating>), behalve voor het laatste herstel, dat wordt vastgesteld op basis van het patroon van de reële bbp-groei op kwartaalbasis.

gebied. Sedert het midden van de jaren negentig belooft de bijdrage van de diensten aan de groei van de toegevoegde waarde van het eurogebied gemiddeld 0,4 procentpunt, vergeleken met een gemiddelde bijdrage van net 0,1 procentpunt door de industrie.

Er treden tussen de sectoren ook significante verschillen op inzake de volatiliteit van de groei van de toegevoegde waarde. De groei van de toegevoegde waarde in de diensten vertoont een veel lagere volatiliteit dan die in andere sectoren (gemeten in termen van de standaardafwijking). Niettemin droeg de dienstensector, vanwege zijn omvang, sinds medio jaren negentig gemiddeld beschouwd evenveel bij aan de volatiliteit van de groei van de toegevoegde waarde als de industrie.

Gelet op de aanzienlijke verschillen tussen de gemiddelde groeiprestaties van de voornaamste sectoren in het eurogebied, rijst de vraag in welke mate sectorale ontwikkelingen, beschouwd vanuit een historisch perspectief, kunnen hebben bijgedragen aan de relatieve zwakte van het huidige herstel. Het herstel dat medio 2003 inzette, verloor tijdens het tweede jaar van de opleving aan kracht en trok in het derde kwartaal van 2005 weer aan. In de grafieken C en D worden de ontwikkelingen in de dienstensector en in de industrie tijdens het huidige herstel vergeleken met die tijdens de twee vorige oplevingen. Daaruit blijkt dat de relatieve zwakte tijdens het tweede jaar van het herstel niet toe te schrijven was aan zwakke ontwikkelingen in een specifieke sector. In feite vertoonden de relatieve resultaten van zowel de industrie als de diensten hetzelfde patroon als het totale bbp. In beide sectoren werden tijdens het eerste jaar van het huidige herstel geen duidelijke verschillen opgetekend ten opzichte van het gemiddelde verloop tijdens de twee voorgaande oplevingen. Tijdens het tweede jaar van het herstel groeide de toegevoegde waarde in beide sectoren evenwel minder sterk dan gemiddeld tijdens de twee voorgaande oplevingen. De grafieken laten bovendien de veel volatielere aard van de ontwikkelingen in de industrie zien, vergeleken met het verloop in de dienstensector. Een aantal factoren hebben wellicht een rol gespeeld in de relatief zwakke groei in het tweede jaar van dit herstel, waaronder een lagere trendmatige productiegroei, schokken met betrekking tot de wisselkoers van de euro en de olieprijs, en onzekerheid omtrent de lopende hervormingen in

sommige economieën van het eurogebied (zie Kader 5 getiteld “The current euro area recovery from a historical perspective” in het ECB Maandbericht van november 2005).

Alles bijeen genomen, beklemtoont de sectorale uitsplitsing van de groei van de toegevoegde waarde in het eurogebied het belang van de dienstensector in het eurogebied. De dienstensector is veruit de grootste economische sector in het eurogebied. Het belang van die sector is de voorbije decennia aanzienlijk toegenomen – een proces dat heel waarschijnlijk zal aanhouden – en hij draagt momenteel ongeveer evenveel bij aan de groei van de toegevoegde waarde als de industrie. In vergelijking met de voorgaande oplevingen kwam de zwakkere groei in het tweede jaar van de huidige opleving, d.i. van medio 2004 tot medio 2005, derhalve in vrijwel alle hoofdsectoren van het eurogebied tot uiting.

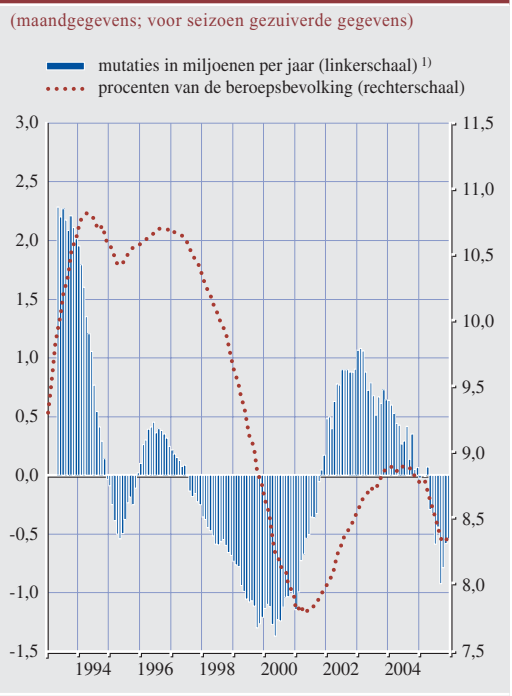
Uit verschillende spreidingsmaatstaven blijkt dat de ecarts tussen de reële bbp-groei in de respectieve eurolanden in 2005 grotendeels onveranderd zijn gebleven. Deels als gevolg van een matiging in de mondiale economische groei en handel en van de olieprijsstijgingen, is de gemiddelde reële bbp-groei op jaarbasis in 2005 in alle eurolanden gedaald of nagenoeg onver-

anderd gebleven in vergelijking met het voorgaande jaar, behalve in Spanje, waar hij ietwat gestegen is en relatief krachtig gebleven is.

AANHOUDENDE VERBETERINGEN OP DE ARBEIDSMARKT

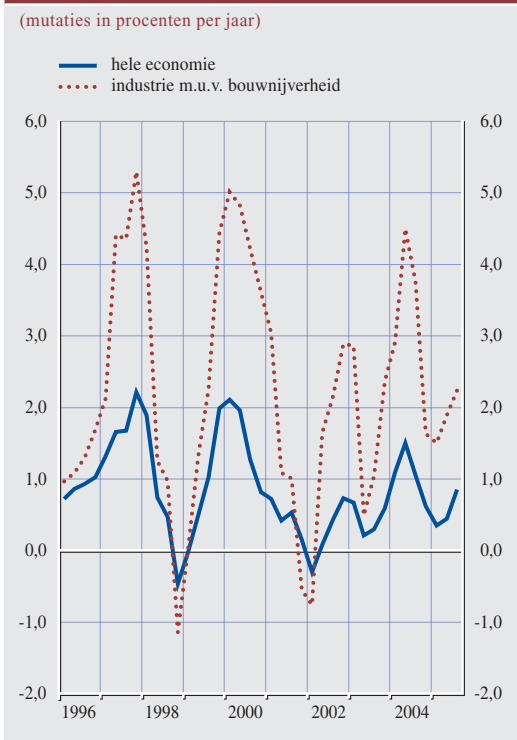
De werkgelegenheid steeg het hele jaar in nagenoeg hetzelfde tempo als in 2004 (zie Tabel 4).

Grafiek 30 Werkloosheid



Bron: Eurostat.
 Toelichting: De gegevens hebben betrekking op de twaalf landen van het eurogebied.
 1) De mutaties per jaar zijn niet voor seizoenen gezuiverd.

Grafiek 31 Arbeidsproductiviteit



Bron: Eurostat.

Tabel 4 Arbeidsmarktontwikkelingen

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

	2003	2004	2005	2003 kw 3	2003 kw 4	2004 kw 1	2004 kw 2	2004 kw 3	2004 kw 4	2005 kw 1	2005 kw 2	2005 kw 3	2005 kw 4
Beroepsbevolking	0,8	0,9	.	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	.
Werkgelegenheid	0,3	0,7	.	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,2	0,0	0,2	0,3	.
Landbouw ¹⁾	-2,2	-1,0	.	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	0,1	-0,4	-1,1	-0,2	-0,7	.
Industrie ²⁾	-1,1	-0,9	.	-0,4	-0,4	-0,5	0,2	-0,1	0,0	-0,6	0,0	0,0	.
– m.u.v. bouwnijverheid	-1,5	-1,6	.	-0,5	-0,6	-0,7	0,1	-0,5	0,1	-0,8	-0,1	-0,1	.
– bouwnijverheid	0,0	0,8	.	-0,4	0,1	0,1	0,5	1,1	-0,3	-0,0	0,3	0,4	.
Diensten ³⁾	0,9	1,4	.	0,3	0,3	0,5	0,3	0,4	0,4	0,4	0,2	0,4	.
Werkloosheidsgraden ⁴⁾													
Totaal	8,7	8,9	8,6	8,7	8,8	8,9	8,9	8,9	8,8	8,8	8,6	8,4	8,3
Jonger dan 25 jaar	17,6	17,9	17,7	17,6	18,1	17,9	18,1	17,9	18,0	18,3	17,6	17,2	17,5
25 jaar en ouder	7,5	7,6	7,3	7,5	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,5	7,4	7,2	7,1

Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

1) Omvat visserij, jacht en bosbouw.

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

3) Met uitzondering van extraterritoriale organen en instellingen.

4) Procenten van de beroepsbevolking volgens ILO-aanbevelingen.

Op sectoraal niveau nam de werkgelegenheid fors toe in de dienstensector en de bouwnijverheid, maar in de industrie (exclusief de bouwnijverheid) en in de landbouw bleef zij dalen. Ook de uit enquêtes afgeleide indicatoren voor de werkgelegenheidsverwachtingen zowel in de dienstensector als in de industrie stegen aanmerkelijk aan het einde van het jaar. In het licht van de gematigde economische activiteit in 2005, speelt de impact van de recente beleidsmaatregelen ten aanzien van de arbeidsmarkt, maatregelen die een uitbreiding van de deeltijdarbeid en van de zelfstandige tewerkstelling beogen, wellicht een sleutelrol.

De werkloosheidsgraad in het eurogebied daalde in 2005 gestaag tot 8,3% aan het einde van het jaar (zie Grafiek 30). De werkloosheidsgraad voor werknemers jonger dan 25 jaar liep fors terug. Na een stijging van de natuurlijke werkloosheidsgraad (NAIRU) tussen de jaren zeventig en het midden van de jaren negentig, die grotendeels negatieve schokken en een rigide arbeidsmarktregulering in de meeste landen van het eurogebied weerspiegelden, werden de NAIRU-ramingen het voorbije decennium licht verlaagd.⁹ Die verlaging werd in de eerste plaats toegeschreven aan het effect van arbeidsmarkthervormingen in een aantal eurolanden (zie Kader 6 voor meer bij-

zonderheden). Hoewel verschillende landen aanzienlijke vooruitgang hebben geboekt om hun arbeidsmarkten flexibeler te maken, zijn in vele landen ambitieuzere hervormingen noodzakelijk. Enkel door een meer vastberaden verbintenis om structurele arbeidsmarkthervormingen uit te voeren, zullen de werkloosheidsgraden de komende jaren aanzienlijk kunnen worden verlaagd zonder de prijsstabiliteit in het gedrang te brengen.

De groei van de arbeidsproductiviteit bleef in 2005 gematigd (zie Grafiek 31). De productiviteitsgroei in de industrie (exclusief de bouwnijverheid) bleef uitkomen boven de productiviteitsgroei voor de economie als geheel. De voorbije jaren was de productiviteitsgroei in het eurogebied teleurstellend. Hij daalde van meer dan 2% in de jaren negentig tot, meer recentelijk, iets meer dan 1%. De lagere productiviteitsgroei in het eurogebied werd deels in verband gebracht met de hogere werkgelegenheid, maar hij weerspiegelt ook een onvoldoende gebruik van nieuwe productiviteitsverhogende technologieën. Een uitsplitsing van de groei van de arbeidsproductiviteit tijdens de voorbije

⁹ Zie ook het Kader getiteld "A longer-term perspective on structural unemployment in the euro area" in het ECB Maandbericht van augustus 2005.

VOORUITGANG INZAKE STRUCTURELE HERVORMINGEN IN DE ARBEIDS- EN PRODUCTMARKTEN IN DE EU

De toenemende concurrentie, de snelle technologische verandering en de vergrijzing van de bevolking vormen nieuwe uitdagingen voor de Europese landen, die deze ontwikkelingen als kansen moeten aangrijpen. De uitdagingen op het vlak van de arbeids- en productmarkten omvatten het verhogen van de arbeidsmarktflexibiliteit, het verbeteren van de scholing van de beroepsbevolking, de voltooiing van de gemeenschappelijke markt (met inbegrip van diensten), het stimuleren van innovatie en de versterking van het bedrijfsklimaat. Dat vraagt om structurele hervormingen om het groeipotentieel van de Europese economie te verbeteren, de creatie van banen te bevorderen, het aanpassingsvermogen te vergroten en de weerstand tegen schokken te verhogen.

Als reactie op deze uitdagingen besloot de voorjaarsvergadering van de Europese Raad in 2005 dat de Commissie, de Raad en de lidstaten een nieuwe impuls zouden moeten geven aan de Lissabonstrategie, de in maart 2000 goedgekeurde ambitieuze hervormingsagenda, met hernieuwde aandacht voor duurzame groei en werkgelegenheid.¹ Tegen die achtergrond keurde de ECOFIN-Raad in 2005, op voorstel van de Commissie, de “Geïntegreerde Richtsnoeren voor Groei en Werkgelegenheid” goed, die zowel de Globale Richtsnoeren voor het Economische Beleid omvatten als de nieuwe werkgelegenheidsrichtsnoeren, voor een periode van drie jaar (2005-08). Deze richtsnoeren voor het beleid inzake economie en werkgelegenheid roepen onder meer op tot structurele hervormingen voor de verbetering van de werking van de arbeids- en productmarkten in de EU. Op basis van de Geïntegreerde Richtsnoeren hebben de lidstaten nationale hervormingsprogramma's uitgewerkt met hun geplande structurele hervormingen voor de periode 2005-08 (zie Paragraaf 1 van Hoofdstuk 4). Een daaraan parallel lopend Lissabonprogramma van de Gemeenschap werd in juli 2005 door de Commissie goedgekeurd en is bedoeld als aanvulling op de nationale programma's, met acties die op Europees niveau zullen worden ondernomen.

Het verbeteren van de arbeidsmarktprestaties is een van de allerhoogste prioriteiten in de nationale hervormingsprogramma's. Met nog steeds 20 miljoen werklozen in de EU, is tot dusver weinig vooruitgang geboekt in het verhogen van de werkgelegenheid en het terugdringen van de werkloosheid. Hoewel de lidstaten tal van hervormingsplannen hebben afgekondigd om de prestaties van de arbeidsmarkt te verbeteren, lijken meer dringende maatregelen noodzakelijk om de werkgelegenheidsdoelstellingen van de Lissabonstrategie te halen. Vooral de participatie- en de werkgelegenheidsgraad van vrouwen, jongeren van minder dan 25 en 55-plussers moeten omhoog. Tegen deze achtergrond stemden de lidstaten in 2005 hun arbeidsmarktbeleid voornamelijk af op de beïnvloeding van het arbeidsaanbod door er meer mensen toe aan te zetten zich op de arbeidsmarkt te begeven. De meeste beleidsmaatregelen hadden betrekking op de belasting op arbeid, het actieve arbeidsmarktbeleid en de werkloosheidsuitkeringen en sociale uitkeringen. Het merendeel van de maatregelen die werden genomen op het vlak van het belasten van arbeid, was gericht op de vermindering van de fiscale druk op arbeid, teneinde de werkgelegenheid te stimuleren door de arbeidskosten te verlagen. Met betrekking tot het actieve arbeidsmarktbeleid herstructureerden verschillende landen hun openbare diensten voor arbeidsvoorziening. Op het vlak van de werkloosheidsuitkeringen en sociale uitkeringen werden

¹ Zie het artikel “The Lisbon strategy – five years on” in het ECB Maandbericht van juli 2005.

diverse maatregelen genomen met het oog op meer doelgerichte interventies, een betere controle en striktere toepassingsvoorwaarden. Enkele EU-landen hebben reeds melding gemaakt van de over het algemeen positieve gevolgen voor hun arbeidsmarkten van de openstelling van hun grenzen voor migranten uit de nieuwe lidstaten. Terzelfder tijd werd weinig vooruitgang geboekt inzake de hervorming van de brugpensioenstelsels.

Europa dreigt ook terrein te verliezen als het ondernemingsklimaat niet wordt verbeterd op het vlak van concurrentie en regelgeving. De goederen-, diensten- en energiemarkten, met inbegrip van de netwerkindustrieën, zijn nog steeds niet volledig concurrerend. Over het algemeen is het proces ter verbetering van de regelgeving op het nationale en het EU-niveau versneld. Wat de diensten betreft, zal de tenuitvoerlegging van de Richtlijn met betrekking tot de diensten in de interne markt een belangrijke stap voorwaarts betekenen in de voltooiing van de interne markt. Toch zijn meer maatregelen nodig om toetredingsbarrières weg te werken en een goede werking van de markten te verzekeren, met inbegrip van de netwerkindustrieën.

De hervormingen van de arbeids- en productmarkten moeten worden aangevuld met hervormingen die een geschikt klimaat creëren voor de ontwikkeling van kennis en innovatie. Op het vlak van uitgaven voor R&D, scoort de EU echter laag op internationaal vlak. Sinds 2001 stagneren de uitgaven inzake R&D in verhouding tot het bbp op ongeveer 1,9% bbp. Dat is ruim onder de Lissabondoelstelling van 3%. Hoewel vele lidstaten in hun nationale hervormingsprogramma's voorzien in een significante verhoging van de totale uitgaven inzake R&D tegen 2010, zijn op de middellange en lange termijn extra inspanningen nodig om vooral particuliere investeringen in R&D aan te moedigen. Meer aandacht dient tevens te worden geschonken aan het onderwijs, zodat de ontwikkelingen van de arbeidskwaliteit in overeenstemming kunnen blijven met de doelstellingen van de Lissabonstrategie.

Al bij al werd in 2005 opnieuw enige vooruitgang geboekt op het vlak van structurele hervormingen. De hervormingsmaatregelen die werden goedgekeurd in het kader van de vernieuwde Lissabonstrategie en die later werden opgenomen in het Lissabonprogramma van de Gemeenschap en de nationale hervormingsprogramma's zijn een toe te juichen nieuwe stap in de juiste richting. Op basis van deze programma's dient het algemene tempo van de hervormingen nu te worden opgevoerd.

jaren toont tevens aan dat de lagere arbeidskwaliteit mede de groei van de arbeidsproductiviteit verklaart.¹⁰ Voorlopige onderzoeksresultaten brengen de relatief slechte resultaten inzake productiviteit in de eurolanden in verband met een ontoereikende concurrentie en met de wetgeving ter bescherming van de werkgelegenheid.¹¹ Vooruitblikkend, duidt zulks erop dat het beleid inzake menselijk kapitaal erop gericht moet zijn de opleiding te verbeteren en meer te zorgen voor opleiding op de werkvloer. Er is ook duidelijk nood aan een economisch beleid ter bevordering van innovatie en het gebruik van productiviteitsverhogende technologieën.

2.5 BEGROTINGSONTWIKKELINGEN

BEGROTINGSONTWIKKELINGEN TELEURSTELLEND IN 2005

De begrotingsontwikkelingen in het eurogebied vertoonden gedurende heel 2005 weinig vooruitgang om tot gezonde overheidsfinanciën te komen. Volgens de meest recente gegevens over de geactualiseerde stabiliteitsprogramma's van

10 Zie G. Schwerdt en J. Turunen, "Growth in euro area labour quality", ECB Working Paper No 575, januari 2006.

11 Zie G. Nicoletti en S. Scarpetta, "Regulation and economic performance: product market reforms and productivity in the OECD", OECD Economics Department Working Paper No 460, november 2005.

Tabel 5 Begrotingsposities in het eurogebied

(procenten bbp)

Overschot (+) / tekort (-) van de gezamenlijke overheid**Gegevens van het stabiliteitsprogramma voor 2005**

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

Brutoschuld van de gezamenlijke overheid**Gegevens van het stabiliteitsprogramma voor 2005**

	2002	2003	2004	
Eurogebied	69,2	70,4	70,8	71,0
België	105,8	100,4	96,2	94,3
Duitsland	61,2	64,8	66,4	67,5
Griekenland	111,6	108,8	109,3	107,9
Spanje	53,2	49,4	46,9	43,1
Frankrijk	58,8	63,2	65,1	65,8
Ierland	32,4	31,5	29,8	28,0
Italië	108,3	106,8	106,5	108,5
Luxemburg	6,8	6,7	6,6	6,4
Nederland	51,3	52,6	53,1	54,4
Oostenrijk	66,7	65,1	64,3	63,4
Portugal	56,1	57,7	59,4	65,5
Finland	42,3	45,2	45,1	42,7

Bronnen: Europese Commissie (voor 2002-04), 2005-06 bijgewerkte stabiliteitsprogramma's (2005) en berekeningen van de ECB. Toelichting: De gegevens zijn gebaseerd op de definitie van de procedure bij buitensporige tekorten. Begrotingssaldi exclusief de opbrengsten uit de verkoop van UMTS-licenties.

de lidstaten daalde het tekort van het eurogebied licht tot 2,5% bbp, wat niet voldoende was om een verdere stijging van de gemiddelde schuldquote te voorkomen (zie Tabel 5). Het geraamde begrotingsresultaat voor 2005 weerspiegelde enige verkrapping van het begrotingsbeleid in een klimaat van gematigde economische groei.

Verschillende landen haalden niet de begrotingsdoelstellingen die eind 2004 en in de eerste helft van 2005 in hun geactualiseerde stabiliteitsprogramma's waren opgenomen. De verwachte resultaten bleven gemiddeld 0,2 procentpunt bbp onder de doelstellingen, deels als gevolg van een lagere dan verwachte economische groei, maar ook wegens uitgavenoverschrijdingen en een te geringe consolidatie in sommige landen. De geraamde tekortkomingen waren bijzonder uit-

gesproken in een aantal landen die al grote tekorten vertoonden. De verslechtering van de begrotingsposities in 2005 bleek ook uit het groter aantal landen dat in vergelijking met het geactualiseerde stabiliteitsprogramma van 2004 begrotingstekorten boven de referentiewaarde van 3% bbp lieten optekenen. De tekorten van vier landen kwamen naar schatting boven de referentiewaarde uit (nl. dat van Duitsland, Griekenland, Italië en Portugal), hoewel de stabiliteitsprogramma's voorzien hadden dat maar twee landen dat niveau zouden overschrijden. Behalve Portugal, waar aanzienlijke tijdelijke maatregelen werden aangewend om tussen 2002 en 2004 een tekort van, of onder 3% bbp te boeken, lieten die landen gedurende het grootste gedeelte van de periode sinds de invoering van de euro in 1999 tekorten boven de referentiewaarde optekenen.

Duitsland zou in 2005 naar verwachting een tekort van 3,3% bbp boeken, terwijl Frankrijk 3,0% zou laten optekenen. Het Duitse tekort bleef derhalve voor het vierde jaar op rij boven 3% bbp. Na aanzienlijke statistische herzieningen in 2004, bleek, volgens de ESR 95-methode, dat Griekenland sinds 1997 tekorten boven de referentiewaarde vertoonde; voor 2005 wordt een schuldniveau van 4,3% bbp verwacht. Ook Italië overschreed in 2005 ruim de drempel met een geraamd tekort van 4,3% bbp. In Portugal verdubbelde het tekort haast in vergelijking met 2004 en het kwam op 6,0% bbp uit, nadat er een einde was gekomen aan de omvangrijke tijdelijke beleidsmaatregelen.

Het begrotingsresultaat voor het eurogebied in zijn geheel vertoonde een enigszins restrictieve begrotingskoers. De geraamde reële bbp-groei bleef onder de potentiële groei, wat erop duidt dat de conjunctuurcyclus een negatief effect sorteerde op de begrotingsontwikkelingen. De rentelasten bleven stabiel, als gevolg van historisch lage rentetarieven en een gunstige financiële omgeving.

Terwijl de consolidatiebehoefte in het eurogebied grote verschillen vertoonden, waarbij de voor de conjunctuur gezuiverde begrotingssaldi voor de afzonderlijke landen naar raming varieerden van een overschot van ongeveer 2,5% bbp tot een tekort van zowat 5% bbp, reikten de structurele verbeteringen van de overheidsfinanciën in een aantal landen nog steeds niet ver genoeg. Tekortreducerende tijdelijke maatregelen en eenmalige effecten vervagen het beeld enigszins – zij het minder dan de vorige jaren – en hebben per definitie niet geleid tot duurzame

verbeteringen. Voor het eurogebied als geheel zouden zowel de overheidsuitgaven als de overheidsontvangsten in procenten bbp naar raming licht gestegen zijn. Verlagen van de directe belastingen en de sociale-zekerheidspremies compenseerden ruimschoots de beperkte mate van begrotingsdiscipline en de in 2005 opgetekende verhogingen van de indirecte belastingen.

De schuldquote van het eurogebied is in 2005 naar verwachting voor het derde jaar op rij gestegen en zou 71,0% bbp belopen. Die toename was het gevolg van een laag primair overschot, van het feit dat de economische groei geringer was dan de impliciete gemiddelde rente op de overheidsschuld en, in sommige gevallen, van schuldverhogende stock/flow aanpassingen. De meeste eurolanden lieten schuldquoten boven de referentiewaarde van 60% bbp optekenen. In vele gevallen bleef de schuldquote stijgen. Met een schuld van naar raming 108,5% bbp vertoonde Italië de hoogste quote van het eurogebied. De schuldquote van Griekenland nam slechts marginaal af en de schuld bleef er in 2005 uitkomen boven 100% bbp. Drie andere landen boven de referentiewaarde van 60% bbp (nl. Duitsland, Frankrijk en Portugal) hebben naar verwachting hun schuldquoten niet gereduceerd. Terwijl België naar schatting in 2005 opnieuw een begroting in evenwicht liet optekenen – deels als gevolg van tijdelijke maatregelen – vertraagde de vermindering van zijn schuldquote aanzienlijk als gevolg van belangrijke tekort-schuldaanpassingen. De nog steeds significante budgettaire evenwichtsverstoringen en de negatieve schulddynamiek in het eurogebied kwamen ook tot uiting in het uitgiftevolumen van de overheidsschuldbewijzen (zie Kader 7).

Kader 7

ONTWIKKELINGEN INZAKE DE UITGIFTE VAN OVERHEIDSSCHULDBEWIJZEN IN HET EUROGEBIED

In 2005 bleef de uitgifte van overheidsschuldbewijzen op een zeer hoog niveau, daar de financieringsbehoefte van de overheid in het kader van hun begrotingstekorten toenamen. In 1999, toen de derde fase van de EMU inging, vertoonden de meeste landen van het eurogebied slechts kleine begrotingstekorten, of zelfs overschotten, en de financieringsbehoefte van die landen was dan ook gering. Vanaf 2000 begonnen de begrotingsposities echter te verslechteren, deels als gevolg van de

Tabel A Jaarlijkse groei van door de overheden van het eurogebied uitgegeven schuldbewijzen

(procenten; einde periode)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Totale overheid	4,3	3,6	2,5	2,7	4,1	4,7	5,0	4,1
Langlopend	6,3	5,7	3,3	2,2	2,9	3,9	5,7	4,8
Vaste rente			5,1	5,2	3,9	5,0	6,1	4,7
Variabele rente			-4,0	-16,2	-9,4	-5,5	5,1	9,3
Kortlopend	-10,5	-16,0	-7,1	8,8	19,1	13,4	-1,3	-3,3

Bron: ECB.

verzwakkende economische omstandigheden, en bijgevolg nam de bruto financieringsbehoefte van de landen van het eurogebied toe. Die ontwikkeling kwam tot uiting zowel in de stijging van de schuldquote als in de hogere jaarlijkse groei van de door de overheidssector in het eurogebied uitgegeven schuldbewijzen, die de voorbije vier jaar gemiddeld ongeveer 4,5% bedroeg (zie Tabel A).

Uit een analyse van de structuur van de uitstaande overheidsschuldbewijzen blijkt dat de overheidsschuld voornamelijk uitgegeven wordt door de centrale overheid, die in december 2005 93,8% van de emissie van de uitstaande schuldbewijzen voor haar rekening nam, terwijl de overige overheid verantwoordelijk was voor de overige 6,2%. Toch is de sector van de overige overheid actiever geworden. Tussen 1998 en 2005 is het aandeel van de door de centrale overheid uitgegeven schuldbewijzen gestaag teruggelopen, terwijl het aandeel van de schuldbewijzen uitgegeven door de overige overheid verdubbeld is (zie Tabel B).

De landen bleven in hun schuldbeheer een lange-termijngerichtheid vertonen. Een belangrijke factor die de uitgifte van langlopende schuldbewijzen door overheden aantrekkelijker maakte, was het lage rentepeil. In feite vertegenwoordigde de langlopende schuld eind 2005 92,3% van de uitstaande schuldbewijzen, terwijl het aandeel van de kortlopende schuldbewijzen maar 7,7% bedroeg. Dat is ook in overeenstemming met het in 2005 opgetekende negatieve groeitempo van de kortlopende schuldbewijzen. De twaalfmaands groei van de uitstaande langlopende schuldbewijzen daalde enigszins in 2005, nl. tot 4,8%, tegen 5,7% in 2004.

Uit Tabel B blijkt dat de overgrote meerderheid van de langlopende overheidsschuldbewijzen uitgegeven werd tegen een vaste rente. Mettertijd is het aandeel van de langlopende schuldbewijzen tegen variabele rente aanzienlijk gedaald, namelijk van 11,9% in 1998 tot 7,9% in december

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

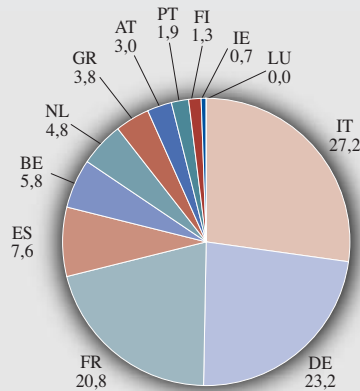
(in procenten van de totale schulduitgifte door de overheid; einde periode)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Centrale overheid	96,9	96,9	96,7	96,3	95,4	94,7	94,3	93,8
Langlopende effecten	87,5	89,3	89,8	89,0	87,2	85,8	86,0	86,2
Kortlopende effecten	9,4	7,6	6,9	7,2	8,2	8,9	8,3	7,6
Overige overheid	3,1	3,1	3,3	3,7	4,6	5,3	5,7	6,2
Langlopende effecten	3,0	3,0	3,2	3,6	4,5	5,2	5,6	6,1
Kortlopende effecten	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Totale overheid								
Langlopend	90,5	92,3	93,0	92,6	91,7	91,1	91,6	92,3
Vaste rente	75,9	79,2	81,1	82,5	82,0	82,2	82,8	83,4
Variabele rente	11,9	10,6	10,0	8,8	8,1	7,6	7,7	7,9
Kortlopend	9,5	7,7	7,0	7,4	8,3	8,9	8,4	7,7
Totale overheid in miljarden euro's	3.314,6	3.450,7	3.547,6	3.765,7	3.940,2	4.142,0	4.370,5	4.588,3

Bron: ECB.

Grafiek A In 2005 uitstaand bedrag aan overheidsschuldbewijzen in het eurogebied naar land van uitgifte

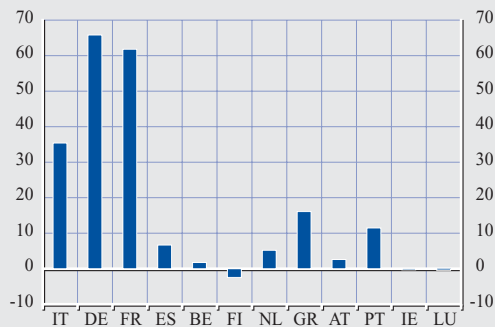
(procenten; einde periode)



Bron: ECB.

Grafiek B Netto-uitgiften van overheidsschuldbewijzen in 2005 naar land van uitgifte

(miljarden euro's; periodegemiddelden)



Bron: ECB.

2005. Deze ontwikkeling kan worden verklaard door de geleidelijke daling, tegen het einde van de jaren negentig, van de termijnpremie die door sommige regeringen werd betaald op langlopende vastrentende schuldbewijzen in een klimaat van prijsstabiliteit. Niettemin liet het aandeel van de schuldbewijzen met een variabele rente in 2005 een lichte stijging optekenen tot 7,9%, tegen 7,7% in 2004. Het enige land waar het aandeel van schuldbewijzen met een variabele rente aanzienlijk uitkomt boven het gemiddelde van het eurogebied is Italië (21%), hoewel dat aandeel sinds 1998 fors gedaald is. In 2005 steeg de groei van de langlopende schuldbewijzen met een variabele rente in het eurogebied tot 9,3%, wat een afspiegeling was van ontwikkelingen in de uitgifte van schuldbewijzen in andere marktsegmenten, zoals MFI's (zie Paragraaf 2.2 in dit hoofdstuk). Die toename kan verband houden met het feit dat schuldbewijzen met een variabele rente positief werden beïnvloed door het zeer lage korte-rentepeil (zie tabel A).

Al met al weerspiegelen de recente trends in de structuur van de overheidsfinanciering het feit dat de nationale strategieën inzake schuldbeheer baat hebben gehad bij de gunstige ontwikkelingen op de financiële markten als gevolg van de tijdens het afgelopen decennium meer op stabiliteit gerichte beleidsvoering. Het meest tastbare voordeel voor het publiek is het veel lagere percentage van de overheidsbegrotingen dat aan rentebetalingen wordt gespendeerd.

Wat het totale bedrag van de in december 2005 uitstaande schuldbewijzen van de overheid betreft (zie Grafiek A), is Italië met 27,2% van het totaal in het eurogebied veruit de grootste emittent. Daarna volgen Duitsland en Frankrijk met respectievelijk 23,2% en 20,8%. De regeringen van die drie landen alleen tekenen voor ruim twee derde van alle overheidsschuld in het eurogebied. Uit een vergelijking van de niveaus van de netto-uitgiften in 2005 blijkt dat Duitsland met €65,8 miljard het grootste bedrag vertegenwoordigt. Dan volgen Frankrijk en Italië met respectievelijk €61,8 miljard en €35,4 miljard (zie Grafiek B).

VOORUITZICHTEN VOOR DE OVERHEIDSFINANCIËN IN 2006

De meest recente bijwerkingen van de stabiliteitsprogramma's wijzen erop dat de doelstel-

lingen onder meer vorderingen inzake consolidatie behelzen die in de meeste gevallen grotendeels sporen met het herziene stabiliteits- en groeipact. Net als de voorgaande jaren, hebben

vele regeringen echter geen voldoende concrete of geloofwaardige plannen om hun begrotings- onevenwichtigheden grondig aan te pakken. Er kan enige mate van geplande begrotingsdiscipline worden waargenomen, maar dat zal naar verwachting worden gecompenseerd door belastingverlagingen, met als gevolg dat de overheidsuitgaven en -inkomsten parallel zullen afnemen. Er moet dan ook worden gevreesd dat de meeste landen opnieuw te weinig zullen ondernemen om de begrotingstekorten te beperken en niet zullen komen tot veelomvattende structurele hervormingen. Voor 2006 geven de stabiliteitsprogramma's een gematigde daling met 0,2 procentpunt van het gemiddelde tekort van het eurogebied tot 2,3% bbp aan, terwijl de economische groei dicht bij het potentiële groeiniveau zou moeten liggen. In die context zou de conjunctuurring de begrotingsontwikkelingen in 2006 neutraal beïnvloeden en zouden de rentebetalingen op het niveau van het eurogebied licht afnemen. De gemiddelde schuldquote zou grotendeels stabiel blijven dicht in de buurt van 71% bbp.

Van de landen met een buitensporig tekort streeft Griekenland ernaar zijn tekort in 2006 te verminderen tot onder de drempel van 3%, terwijl Duitsland en Italië zulks pas in 2007 willen realiseren en Portugal zijn buitensporig tekort naar verwachting in 2008 zal corrigeren. Terwijl die landen, samen met Frankrijk, voornemens zijn pas na de door hun programma's bestreken periode begrotingsposities te realiseren in overeenstemming met hun doelstellingen voor de middellange termijn, zullen alle andere dat uiterlijk in 2008 bereiken.

BEGROTINGSBELEID BEHOEFT STRATEGISCHE OMMEKEER

De voorbije en verwachte begrotingsontwikkelingen zoals die door de Europese Commissie zijn vastgesteld en zoals ze zijn geschetst in de geactualiseerde stabiliteitsprogramma's geven aanleiding tot een aantal ernstige uitdagingen.

In de eerste plaats dient prioriteit te worden verleend aan begrotingsconsolidatie. Het aantal landen met ernstige budgettaire evenwichtsversto-

ringen is bijzonder zorgwekkend. De verbeterende groeivoorzichten biedt landen een uitstekende kans om vooruitgang te boeken inzake het corrigeren van buitensporige tekorten en het realiseren van gezonde overheidsfinanciën. Zonder additionele maatregelen lijken een aantal landen echter niet in staat te zullen zijn hun consolidatieverplichtingen na te komen. Dat moet worden vermeden, niet in de laatste plaats om de geloofwaardigheid van het herziene stabiliteits- en groeipact te herstellen. Het Europese begrotingskader is een essentiële pijler van de EMU die verwachtingen van begrotingsdiscipline verankert en aldus bijdraagt tot groei, stabiliteit en cohesie in het eurogebied.

Ten tweede, legt het herziene pact, conform de economische ratio, sterk de nadruk op een duurzame consolidatie van de begrotingsevenwichten, eerder dan op eenmalige en tijdelijke maatregelen om de begrotingssituatie te verbeteren. Het is dan ook zeer wenselijk dat minder een beroep zou worden gedaan op dergelijke maatregelen, zoals door sommige regeringen wordt voorzien. Het is duidelijk dat tijdelijke maatregelen de consolidatie-inspanningen kunnen vertragen die nodig zijn om de structurele begrotingsuitdagingen aan te pakken waarmee vele eurolanden af te rekenen hebben. Voorts kunnen korte-termijnwinsten als gevolg van dergelijke maatregelen in de toekomst tot een verdere verslechtering leiden. Dat zou de begrotingslast van latere generaties kunnen verzwaren.

Ten derde hebben de meeste landen van het eurogebied een omvangrijke hervormingsstrategie nodig ter ondersteuning van de werkgelegenheid en de groei. Die hervormingen moeten het streven naar begrotingsconsolidatie omvatten. Aangezien vele landen, als onderdeel van een dergelijke strategie, de effectieve belastingtarieven ten aanzien van arbeid en kapitaal willen verlagen, is de beheersing van de overheidsuitgaven essentieel. Structurele begrotingsverschuivingen zijn van wezenlijk belang voor gezonde en groeistimulerende overheidsfinanciën. Teneinde investeringen, innovatie en werkgelegenheid te bevorderen, moeten de uitgaven worden gericht op productieve doelen.

Tegelijkertijd moeten de mechanismen om de uitgaven te beheersen, worden versterkt teneinde uitgavenoverschrijdingen te voorkomen, omdat deze vaak tot een opwaartse bijstelling van de doelstellingen voor het begrotingstekort leiden. In vele gevallen zal het ook noodzakelijk zijn om de toezeggingen van de overheid opnieuw te bekijken met het oog op de verbetering van de kwaliteit van de overheidsuitgaven. Zo kunnen landen gezonde overheidsfinanciën bewerkstelligen, terwijl ze toch de kerntaken van de overheidssector adequaat kunnen financieren.

2.6 ONTWIKKELINGEN INZAKE WISSELKOERSEN EN BETALINGSBALANSEN

DEPRECIATIE VAN DE EURO IN 2005

Na tijdens de laatste drie maanden van 2004 sterk te zijn geapprecieerd, verzwakte de euro in de eerste helft van 2005. Deze depreciatie was vrij algemeen, maar toch het meest uitgesproken ten opzichte van de Amerikaanse dollar en verscheidene Aziatische munten die formeel of de facto gekoppeld zijn aan de Amerikaanse dollar. Hoewel de euro zijn eerdere verliezen ten opzichte van de Japanse yen weer goedmaakte, bleven de schommelingen in de meeste andere bilaterale valutaparen van de euro nadien vrij bescheiden. Bijgevolg stabiliseerde de euro zich tegen het einde van 2005 in nominale effectieve termen, en bevond hij zich op circa 6% onder zijn niveau van het begin van het jaar (zie Grafiek 32).

Nadat de euro eind 2004 zijn hoogste peil had bereikt sinds hij in 1999 werd ingevoerd, zowel in nominale effectieve termen als ten opzichte van de Amerikaanse dollar, begon hij terrein te verliezen tegen de achtergrond van een verschuiving in de marktpercepties ten aanzien van de krachten die de wisselkoersen aansturen. Op dat ogenblik wezen steeds meer tekenen op een verbetering van de economische activiteit zowel in de Verenigde Staten als in Japan, terwijl de heersende perceptie ten aanzien van de vooruitzichten van het eurogebied minder rooskleurig bleef. Met name in de Verenigde Staten hebben aanwijzingen voor een krachtige economische

activiteit, in combinatie met tekenen van een stijgende inflatoire druk, blijkbaar de aandacht van de markt afgeleid van het omvangrijke en aanhoudende tekort op de lopende rekening naar verwachtingen van hogere rentetarieven in de Verenigde Staten, waardoor de Amerikaanse munt werd ondersteund. Dit proces werd slechts gedurende een korte periode onderbroken, tussen medio februari en begin maart 2005, toen de Amerikaanse munt tijdelijk onder druk kwam te staan tegen de achtergrond van speculaties over de mogelijke spreiding van deviezenreserves door een aantal centrale banken. Vanaf medio maart verbeterde het marktsentiment ten aanzien van de VS-dollar evenwel, terwijl het verslechterde ten aanzien van de euro. Deze ontwikkeling werd begin juni nog scherper na de verwerping in Frankrijk en Nederland van het Verdrag tot vaststelling van een Grondwet voor Europa. De breed gespreide daling van de externe waarde van de euro tussen medio maart en eind juli werd slechts gedeeltelijk gecompenseerd door zijn appreciatie ten opzichte van de munten van de vier grootste nieuwe EU-lidstaten. Een tijdelijke daling van de mondiale risicobereidheid lijkt de investeringsbeslissingen in Midden- en Oost-Europa te hebben beïnvloed, in het bijzonder tussen medio maart en begin juni, wat resulteerde in een vrij algemene zwakte van de munten in deze regio.

In de tweede helft van 2005 bleven de valutamarkten onder de overheersende invloed staan van conjuncturele factoren, terwijl structurele factoren blijkbaar een ondergeschikte rol speelden. Zo bleef met name het toenemende rentecart van de Verenigde Staten ten opzichte van de andere grote economieën de dollar blijkbaar ondersteunen. Dit werd nog in de hand gewerkt door de Amerikaanse bedrijfsstromen als gevolg van de Homeland Investment Act¹² en door het nieuws dat de buitenlandse vraag naar Amerikaanse activa levendig bleef, waardoor de bezorgdheid van de markt ten aanzien van de financiering van het Amerikaanse tekort op de

12 De Homeland Investment Act biedt Amerikaanse ondernemingen de mogelijkheid om de in het buitenland aangehouden winsten tegen een voordelig belastingtarief te repatriëren gedurende hun respectieve boekjaren.

lopende rekening mogelijkwerijs werd getemperd. Tekenen die wezen op een verbetering van het ondernemingsklimaat in het eurogebied vormden echter een tegenwicht tegen de sterkte van de dollar, waardoor de euro tussen juli en eind december 2005 slechts marginaal terrein verloor ten opzichte van de Amerikaanse dollar. De verbetering van de Japanse economische vooruitzichten was blijkbaar onvoldoende om het neerwaartse effect op de Japanse yen als gevolg van de hogere olieprijs en het opgelopen rendementsecart tussen Japan en de overige grote economieën te compenseren. Hierdoor vertoonde de Japanse yen in de tweede helft van 2005 een algemene zwakte. Op 21 juli liet China de koppeling aan de Amerikaanse dollar los, en schakelde het land over op een stelsel van geleid zwevende wisselkoersen ten opzichte van een korf van munten. Het effect van deze aanpassing werd vooral in Azië gevoeld, en lijkt geen blijvend rechtstreeks effect te hebben gesorteerd op de wisselkoers van de euro.

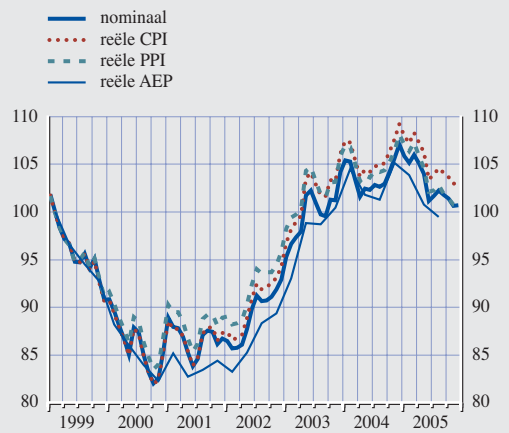
Op 30 december 2005 stond de euro op USD 1,20. Dat was ongeveer 11% lager dan aan het begin van het jaar. In 2005 verzwakte de euro ook ten opzichte van het Britse pond (met 3,9%), de Noorse kroon (met 2,5%) en de Australische en de Canadese dollar (met respectievelijk 7,0% en 14,4%). Hij deprecieerde ook ten opzichte van sommige munten van de nieuwe EU-lidstaten, namelijk de Poolse zloty (met 5,4%) en de Tsjechische kroon (met 4,7%). Over dezelfde periode bleef de euro nagenoeg onveranderd ten opzichte van de Japanse yen en de Zwitserse frank.

De depreciatie van de euro ten opzichte van de bovenvermelde munten werd slechts gedeeltelijk gecompenseerd door zijn bescheiden appreciatie ten opzichte van de Hongaarse forint en, in grotere mate, ten opzichte van de Zweedse kroon (met 5,1%).

In januari 2006 veerde de euro weer op ten opzichte van de meeste belangrijke valuta's, maar in februari verloor hij terrein. Tijdens de eerste

Grafiek 32 Nominale en reële effectieve wisselkoersen van de euro ¹⁾

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



Bron: ECB.

1) Een stijging van de EWK-index duidt op een appreciatie van de euro. De laatste waarnemingen voor maandgegevens hebben betrekking op december 2005. Wat betreft de op AEP gebaseerde reële EWK-index, heeft de meest recente informatie betrekking op het derde kwartaal van 2005; ze is deels gebaseerd op ramingen.

twee maanden van 2006 lijken de wisselkoersontwikkelingen van de euro vooral te zijn beïnvloed door de marktverwachtingen ten aanzien van de toekomstige monetaire-beleidskoers, met name in het eurogebied, de Verenigde Staten en Japan. Op 24 februari 2006 bevond de euro zich, in nominale effectieve termen, circa 0,3% onder zijn niveau van het begin van het jaar.

Ook de reële effectieve wisselkoers van de euro – gebaseerd op diverse kosten- en prijsindices – zakte in 2005, in overeenstemming met de daling van de nominale effectieve wisselkoers (zie Grafiek 32). In het vierde kwartaal van 2005 bevonden de reële effectieve wisselkoersindices van de euro zich iets boven het niveau dat werd opgetekend in het eerste kwartaal van 1999, en dicht bij hun gemiddelde niveau van de afgelopen tien jaar.

VERSLECHTERING VAN DE LOPENDE REKENING IN 2005, VOORAL ALS GEVOLG VAN DE HOGERE INVOERPRIJZEN VOOR OLIE

In 2005 liet de lopende rekening van het eurogebied een tekort optekenen van €29,0 miljard

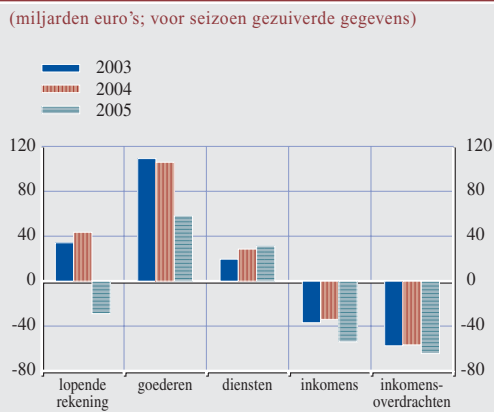
(of 0,4% bbp), een daling ten opzichte van het overschot van €43,5 miljard in 2004 (0,6% bbp). Deze afname was grotendeels het gevolg van het geslonken overschot op de goederenrekening en, in mindere mate, van het toegenomen inkomensstekort, terwijl de saldi van de diensten- en inkomensoverdrachtenrekeningen grotendeels ongewijzigd bleven (zie Grafiek 33).

Uit de geografische opsplitsing van de lopende rekening van het eurogebied, die beschikbaar is tot het derde kwartaal van 2005, blijkt dat de scherpe daling van het gecumuleerde overschot op de lopende rekening in de twaalfmaands periode tot en met september 2005 voornamelijk toe te schrijven was aan de toegenomen tekorten in de oliehandel met de olie-exporterende landen. In diezelfde periode bleef het overschot ten aanzien van de Verenigde Staten grotendeels ongewijzigd (op circa €41 miljard), terwijl het overschot ten opzichte van de andere landen binnen de EU met €14 miljard steeg, vooral als gevolg van een toename van het overschot ten opzichte van het Verenigd Koninkrijk.

In 2005 daalde het overschot op de goederenrekening met €47,6 miljard, doordat de invoerwaarden sneller groeiden dan de uitvoerwaarden. De uitvoerwaarde van goederen steeg in nagenoeg hetzelfde tempo als in 2004, terwijl de groei van de invoerwaarde van goederen ietwat versnelde. Het inkomensstekort ging fors de hoogte in, vooral tegen het einde van het jaar, als gevolg van een forsere stijging van de inkomensbetalingen.

De ontwikkelingen inzake de goederenhandel kunnen beter worden begrepen aan de hand van de statistieken van de buitenlandse handel van Eurostat, die de waarde van de goederenuitvoer naar en de goedereninvoer uit landen buiten het eurogebied opsplijst naar hun prijs- en volume-componenten (de beschikbare statistieken hebben betrekking op de periode tot november 2005). Aan de invoerzijde kwam de forse stijging van de goedereninvoerwaarden in 2005 grotendeels voor rekening van de krachtige groei van de invoerwaarden voor energiepro-

Grafiek 33 Saldo op de lopende rekening en componenten daarvan



Bron: ECB.

ducten, grotendeels als gevolg van de stijging van de olieprijsen. Daarnaast gingen ook de invoervolumes de hoogte in, voornamelijk in de tweede helft van 2005. De invoervolumes, die tijdens de eerste helft van 2005 een vlak verloop hadden vertoond, versnelden als gevolg van het herstel van de totale finale vraag in het eurogebied, in het bijzonder in de bestedingscategorieën met een hoog invoergehalte, zoals de investeringen en de uitvoer.

Aan de uitvoerzijde droegen in 2005 zowel de uitvoerprijzen als de uitvoervolumes bij tot de groei van de goederenuitvoerwaarden. De stijging van de uitvoerprijzen was deels toe te schrijven aan de toename van de kosten als gevolg van de hogere olieprijsen. In de loop van het jaar versnelden ook de goederenuitvoervolumes, vooral onder impuls van het beloop van de buitenlandse vraag van het eurogebied. Na een periode van zwakke groei in het eerste kwartaal trok de groei van de buitenlandse vraag van het eurogebied gedurende de rest van het jaar fors aan, zij het minder snel dan het jaar voordien. Vooral de uitvoer naar Azië (in het bijzonder China) en naar de nieuwe EU-lidstaten groeide snel, een weerspiegeling van de robuuste economische activiteit in die regio's in 2005. De uitvoer van het eurogebied trok tevens profijt van de terugwinning van de

inkomsten uit olie-uitvoer door de olie-exporterende landen (zie Kader 8). Opgedeeld naar product, noteerde de uitvoer van investeringsgoederen de sterkste groei, terwijl de uitvoer van consumptiegoederen gematigder bleef. Wat het prijsconcurrentievermogen betreft, werden de uitvoervolumes aan het begin van het jaar

negatief beïnvloed door de vertraagde effecten van de appreciatie van de euro. Daarentegen heeft zijn daaropvolgende depreciatie er wellicht toe bijgedragen dat de uitvoervolumes in het tweede en derde kwartaal van 2005 het groeitempo van de buitenlandse vraag overtroffen.

Kader 8

TERUGWINNING VAN DE OLIEFACTUUR EN HET EFFECT ERVAN

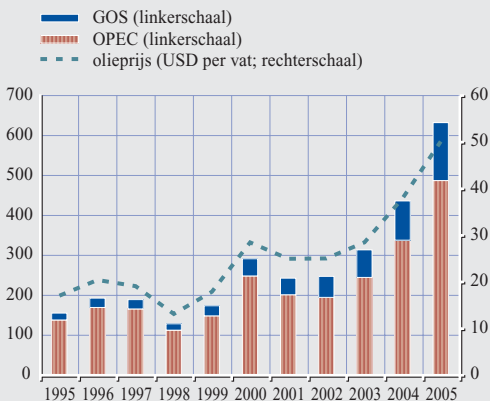
De olieprijsstijgingen en de steeds grotere productievolumes hebben de olie-exporterende landen sinds 2002 aanzienlijk hogere inkomsten uit olie-uitvoer opgeleverd. In dit kader wordt ingegaan op de olie-inkomsten die ten deel vallen aan de Organisatie van Olie-exporterende Landen (OPEC) en het Gemenebest van Onafhankelijke Staten (GOS), die samen ongeveer 70% van de internationaal verhandelde olie produceren. De gezamenlijke inkomsten van de OPEC en het GOS zijn naar raming toegenomen van USD 250 miljard in 2002 tot circa USD 630 miljard in 2005 (zie Grafiek A). Het Kader gaat in op de terugkoppelingseffecten van de stijgende olie-inkomsten (“terugwinning van de oliefactuur”) en, in het bijzonder, op de twee belangrijkste kanalen – de financiële markten en de internationale handel – waarlangs de olie-inkomsten terugvloeien naar de olie-importerende landen.

Eén van de mogelijke manieren waarop de rijkdom na een periode van aanhoudend hoge olieprijsen wordt herverdeeld, is dat de olie-exporterende landen hun deposito's bij de internationale banken verhogen en/of buitenlandse aandelen en schuldbewijzen kopen. Traditioneel, en in het bijzonder in de nasleep van de tweede olieprijschok in het begin van de jaren tachtig, hebben de OPEC-landen voornamelijk geïnvesteerd in Amerikaanse activa en markten, en hebben zij hun bankdeposito's bijna uitsluitend in Amerikaanse dollars gevormd. Evenzo ging de stijging van de olieprijsen van medio 1998 tot eind 2000, zij het met enige vertraging, gepaard met een bijna verdubbeling van de voorraad nettoactiva die de OPEC aanhield bij de internationale banken – een maatstaf voor de nettoversluiting van OPEC-gelden naar deposito's bij de internationale banken. Dit was echter niet het geval in de meest recente periode van opflakkerende olieprijsen, aangezien de voorraad nettoactiva van de OPEC ten aanzien van de aan de BIB rapporterende banken sinds het eerste kwartaal van 2001 grotendeels vlak is gebleven (zie Grafiek B)¹. Het is echter mogelijk dat het investeringspatroon dat kan worden bepaald door de balansposities van de banken te onderzoeken, een onvolledig beeld schetst. Uit een analyse van de grensoverschrijdende kapitaalstromen blijkt immers dat het Amerikaanse Department of the Treasury tussen januari 2001 en september 2005 een stijging met 92% heeft genoteerd in het door de OPEC aangehouden Amerikaanse schatkistpapier (van USD 28,5 miljard naar USD 54,6 miljard). Bovendien is het ook mogelijk dat de olie-inkomsten via offshoremarkten naar Amerikaans schatkistpapier zijn versluisd.

¹ Zie de BIS Quarterly Review van december 2005; pp. 25-27. De nettoactiva refereren aan het verschil tussen de activa en passiva van de OPEC ten aanzien van de aan de BIB rapporterende banken, en zijn een maatstaf voor de nettoversluiting van gelden naar het internationale bankwezen.

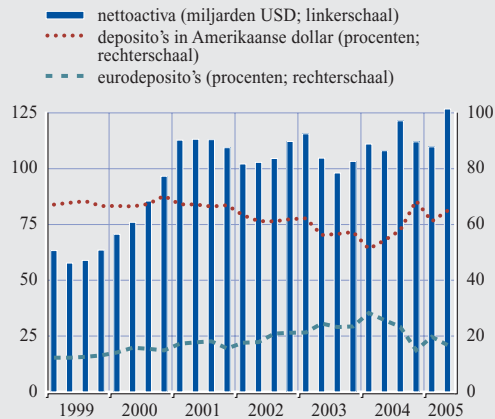
Grafiek A Olie-inkomsten

(miljarden USD, tenzij anders vermeld)



Bronnen: Internationaal Energie Agentschap en ramingen van de ECB.

Grafiek B Nettoactiva van de OPEC en muntsamenstelling

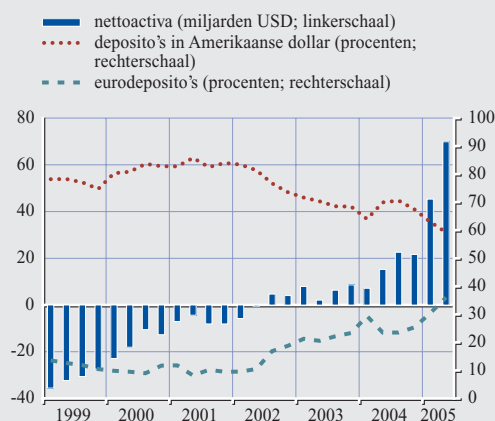


Bronnen: BIB en berekeningen van de ECB.
Toelichting: De laatste waarneming heeft betrekking op het tweede kwartaal van 2005.

Er zijn verschuivingen opgetreden in de muntsamenstelling van de activa van de olie-exporterende landen. De OPEC-economieën hebben het aandeel van de in euro luidende deposito's geleidelijk opgetrokken van 12% begin 1999 tot meer dan 28% aan het einde van het eerste kwartaal van 2004. Dit ging gepaard met een gestage daling van het aandeel van de in Amerikaanse dollar luidende deposito's. Sinds 2004 hebben de OPEC-economieën hun deposito's echter geleidelijk weer omgezet in Amerikaanse dollar, ondanks de vrij sterke appreciatie van de euro in dat jaar. Hierdoor steeg het aandeel van de in Amerikaanse dollar luidende deposito's van een dieptepunt van 51% aan het einde van het eerste kwartaal van 2004 tot 65% in het tweede kwartaal van 2005. Deze ontwikkeling viel samen met een vergelijkbare daling, in orde van grootte, van het aandeel van de in euro luidende deposito's, dat in het tweede kwartaal van 2005 17% bedroeg.

De nettoactiva aangehouden door Rusland, de grootste olieproducent van het GOS en de grootste niet-OPEC olie-exporteur, stegen fors tijdens de jongste olieprijsstijgingen en veranderden eveneens qua muntsamenstelling (zie Grafiek C). Rusland is sinds 2002 een nettocrediteur ten aanzien van de rapporterende banken van de BIB. Het aandeel van de in euro luidende deposito's is tussen medio 2002 en het tweede kwartaal van 2005 meer dan verdrievoudigd, van 11% tot 36%. Deze vrij scherpe toename tijdens de afgelopen drie jaar weerspiegelt tevens, tot op zekere hoogte, de tijdens deze periode opgetekende sterke appreciatie van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar en het toenemende

Grafiek C Nettoactiva van Rusland en muntsamenstelling



Bronnen: BIB en berekeningen van de ECB.
Toelichting: De laatste waarneming heeft betrekking op het tweede kwartaal van 2005.

gebruik van de euro als reservemunt door de monetaire autoriteiten van Rusland. Zoals verderop wordt uiteengezet, kan deze verschuiving naar een depositoportefeuille met een meer evenwichtige muntverdeling erop wijzen dat de olieproducenten hun koopkracht wensen te vrijwaren wanneer hun import verschuift van de Verenigde Staten naar Europa en andere landen.

De internationale handel vormt het tweede potentiële terugwinningskanaal voor de gestegen olie-inkomsten. Tijdens de eerste en de tweede oliecrisis van de jaren zeventig overtroffen de inkomsten van de OPEC uit olie-uitvoer voortdurend en in relatief grote mate haar totale invoer, wat aanleiding gaf tot “olie-afhankelijke handelsoverschotten”. Deze overschotten veranderden in kleine tekorten omstreeks het midden van de jaren tachtig, toen de olieprijs slonk tot circa USD 15 per vat. Het grote overschot herverscheen in 2000, toen de olieprijs weer gingen stijgen. Sinds 2001 zijn de olie-afhankelijke handelsoverschotten van de OPEC evenwel relatief bescheiden gebleven in vergelijking met de vorige periodes van hoge olieprijsen, ondanks de forse stijging van zowel de olieprijsen als de olie-exportvolumes. Dit betekent dat de stijgende inkomsten uit olie-uitvoer die de OPEC te beurt vielen, hand in hand gingen met een toenemende invoer door de OPEC. Een soortgelijke trend kan in het geval van het GOS worden vastgesteld. De door het GOS opgetekende olie-afhankelijke handelstekorten zijn scherp afgenomen na de opflakking van de olieprijsen in 1999 en 2000. De sterke stijging van de olieprijsen viel echter samen met een verslechtering van de olie-afhankelijke handelsbalans van het GOS tussen 2001 en 2004. Dit betekent dat de stijgende inkomsten uit olie-export die het GOS in die jaren verwierf, ook samengingen met een stijgende invoer. In de eerste helft van 2005 liet het olie-afhankelijke handelstekort van het GOS evenwel opnieuw een forse daling optekenen.

De totale invoer van de OPEC en het GOS noteerde tussen 2001 en 2004 een gemiddelde jaarlijkse stijging met respectievelijk 18% en 21% uitgedrukt in nominale Amerikaanse dollar. Het eurogebied lijkt te hebben geprofiteerd van de krachtige vraag vanuit de olie-exporterende landen. De gemiddelde jaarlijkse groeicijfers van de invoer van de OPEC en het GOS uit het eurogebied bedroegen respectievelijk 21% en 26% tussen 2001 en 2004, wat resulteerde in een groeiend marktaandeel van het eurogebied in beide olie-exporterende gebieden (zie tabel). Azië exclusief Japan slaagde er eveneens in zijn relatieve aandeel in de totale invoer van de OPEC en het GOS te verstevigen. Deze cijfers contrasteren scherp met die van de Verenigde Staten, waarvan het marktaandeel over dezelfde periode een flinke duik nam. In 2005 bleef het eurogebied profijt trekken van de stijgende invoer in de olie-exporterende landen. De invoer van de OPEC en het GOS lag in de eerste helft van 2005 (de meest recente gegevens) respectievelijk 22% en 25% hoger dan in dezelfde periode een jaar eerder.

Marktaandeel van enkele economieën in de invoer van de OPEC en het GOS

(procenten van de totale invoer)

	OPEC			GOS		
	1998	2001	2004	1998	2001	2004
Eurogebied	26,0	24,8	26,7	32,0	31,6	33,2
Verenigde Staten	15,4	12,5	8,9	7,0	6,5	3,7
Verenigd Koninkrijk	5,9	5,0	4,4	2,5	2,3	2,5
Azië uitgezonderd Japan en China	9,8	10,7	12,3	2,8	2,5	3,1
Japan	9,2	8,3	7,0	1,4	1,8	3,3
China	3,7	4,8	7,4	1,9	2,9	5,9

Bronnen: IMF en berekeningen van de ECB.

Over het geheel genomen, werd de toewijzing van de extra inkomsten uit olie-uitvoer door de olie-exporterende landen, in het bijzonder door de OPEC-economieën, sinds 1999 gekenmerkt door verschillende patronen. In de nasleep van de aanzienlijke stijging van de olieprijs in 1999 deponeerden de OPEC-landen grote percentages van hun olie-inkomsten bij de internationale banken, terwijl de invoerbestedingen laag bleven. Sinds 2001 hebben zowel de OPEC-economieën als de GOS-economieën hun invoer evenwel fors verhoogd. Het eurogebied lijkt baat te hebben gehad bij deze recente stijging van de invoeractiviteit. Samengevat, blijkt dus dat – hoewel de hoge olieprijs de economische activiteit in het eurogebied zou moeten hebben afge remd – de terugkoppelingseffecten die voortvloeien uit de terugwinning van de oliefactuur, de negatieve eerste-ronde-effecten van de opflakkerende olieprijs recentelijk tot op zekere hoogte hebben getemperd.

NETTO-UITVOER UIT HOOFDE VAN DE DIRECTE INVESTERINGEN EN HET EFFECTENVERKEER SAMEN IN 2005

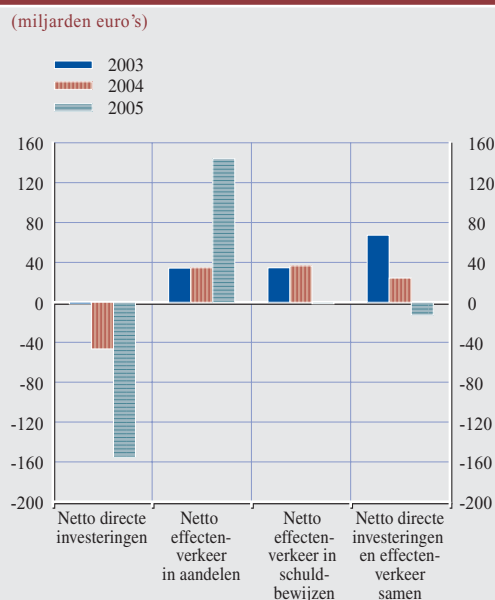
In de financiële rekening noteerde het eurogebied in 2005 een netto-uitvoer van €13 miljard uit hoofde van de directe investeringen en het effectenverkeer samen, tegen een netto-invoer van €24 miljard in 2004. Dit was in de eerste plaats een gevolg van de toegenomen netto-invoer uit hoofde van de beleggingen in aandelen, die werd gecompenseerd door de netto-uitvoer uit hoofde van de directe investeringen en de lagere netto-instroom van schuldinstrumenten (zie Grafiek 34).

Het grotere tekort in de directe investeringen in 2005 is toe te schrijven aan een stijging van de buitenlandse directe investeringen door het eurogebied, grotendeels in de vorm van investeringen in aandelenkapitaal. Dit herstel kan gedeeltelijk een weerspiegeling zijn van de hernieuwde belangstelling vanwege de ondernemingen van het eurogebied voor het verhogen van hun concurrentiekracht via gelieerde ondernemingen in het buitenland, evenals van de uitzonderlijke herstructureringsoperatie van Royal Dutch Shell. Tegelijkertijd stabiliseerden de buitenlandse directe investeringen in het eurogebied zich in 2004 op een laag niveau. De verwachtingen dat de rest van de wereld een forsere economische groei zou laten zien dan het eurogebied, lagen mogelijk aan de vastgestelde ontwikkelingen ten grondslag.

De stijging van de netto kapitaalimport uit hoofde van het effectenverkeer was het resultaat

van de toegenomen nettoaankopen, door niet-ingezetenen, van aandelen van het eurogebied. Deze aankopen werden deels ondersteund door de aandelen verworven in het kader van de herstructurering van Royal Dutch Shell, maar ook door verwachtingen van relatief hogere opbrengsten van de aandelenmarkten in het eurogebied. Uit marktenquêtegegevens blijkt tevens dat de buitenlandse beleggers belangstelling hadden voor aandelen van het eurogebied, omdat ze deze als gunstiger geprijsd beschouwden dan de aandelen op andere markten.

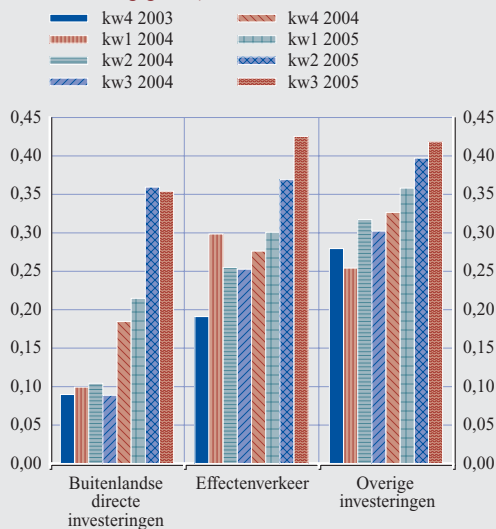
Grafiek 34 Financiële rekening van het eurogebied



Bron: ECB.

Grafiek 35 Financiële uitstroom van het eurogebied naar de nieuwe EU-lidstaten

(procenten van het bbp van de nieuwe EU-lidstaten; gecumuleerde kwartaalgegevens)



Bron: ECB.

Wat de schuldbewijzen betreft, gingen de grensoverschrijdende stromen in 2005 fors de hoogte in, waarbij de meeste transacties plaatsvonden in de vorm van obligaties en notes. Er werden in de loop van 2005 twee afzonderlijke trendbewegingen vastgesteld: in het eerste deel van het jaar was er een gestage toename van de netto-invoer uit hoofde van schuldinstrumenten van het eurogebied, die een hoogtepunt bereikte aan het begin van de zomer. Nadien werd deze trend omgebogen in een netto-uitvoer tijdens de

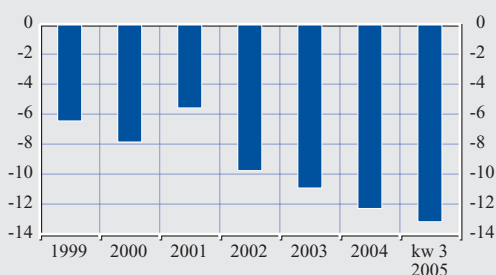
tweede helft van het jaar. Dit was mogelijk het gevolg van het feit dat de rendementsverschillen tussen de overheidsobligaties en notes van de Verenigde Staten en het eurogebied vrij omvangrijk waren geworden, vooral tijdens de zomer.

Op basis van de cumulatieve stromen over de eerste drie kwartalen van 2005 behoorden het Verenigd Koninkrijk en de nieuwe EU-lidstaten tot de belangrijkste ontvangers van directe investeringen uit het eurogebied. De nieuwe EU-lidstaten waren tijdens deze periode tevens de belangrijkste beleggers in het eurogebied. Uit de geografische opsplitsing van het effectenverkeer blijkt dat de beleggingen van het eurogebied in het buitenland in de eerste drie kwartalen van 2005 voornamelijk gericht waren op het Verenigd Koninkrijk en op de offshore-centra. De beleggers van het eurogebied waren tevens grote nettoaanschaffers van Amerikaanse obligaties en notes, maar waren nettoverkopers van Amerikaanse aandelen en geldmarktinstrumenten.

De nieuwe EU-lidstaten in hun geheel ontvingen aanzienlijke buitenlandse investeringen uit het eurogebied. Er tekent zich duidelijk een positieve trend af, waarbij de beleggers van het eurogebied mogelijk hebben ontdekt dat dit gebied relatief rendabel is, en waarbij de financiële integratie tussen het eurogebied en de nieuwe EU-lidstaten tijdens deze periode mogelijk is versterkt (zie Grafiek 35).

Grafiek 36 Netto internationale investeringspositie

(procenten bbp)



Bron: ECB.

VERDERE VERSLECHTERING VAN DE INTERNATIONALE INVESTERINGSPOSITIE IN 2005

Uit de gegevens met betrekking tot de internationale investeringspositie (i.i.p.) van het eurogebied ten opzichte van de rest van de wereld, beschikbaar tot en met het einde van het derde kwartaal van 2005, blijkt dat de netto passiefpositie van het eurogebied €1.049 miljard bedroeg (wat overeenstemt met 13,2% van het bbp van het eurogebied), in vergelijking met een netto passiefpositie van €946 miljard (12,4% bbp) eind 2004 en €809 miljard (11,0% bbp) eind 2003 (zie Grafiek 36). De hogere netto schuldpositie in 2005 was grotendeels het

gevolg van een stijging van de netto passiefposities uit hoofde van het effectenverkeer (van €1.071 miljard tot €1.350 miljard), die ten dele werd gecompenseerd door een stijging van de netto actiefpositie uit hoofde van de directe investeringen (van €89 miljard tot €224 miljard) en een daling van de netto passiefpositie uit hoofde van de overige investeringen (van €241 miljard tot €212 miljard).

Wat de geografische opsplitsing betreft van het bedrag van de buitenlandse directe investeringen van het eurogebied aan het einde van 2004, werd 24% geïnvesteerd in het Verenigd Koninkrijk en 21% in de Verenigde Staten. Voor de effectenbeleggingen van het eurogebied in het buitenland bedroeg het overeenkomstige aandeel van die twee landen respectievelijk 23% en 35%. De beide landen waren tevens de belangrijkste directe beleggers in het eurogebied.

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

ECONOMISCHE ACTIVITEIT

In 2005 vertraagde de reële bbp-groei in de EU-lidstaten buiten het eurogebied in vergelijking met 2004, maar bleef er toch nog krachtiger dan in het eurogebied (zie Tabel 6). Net als de voorgaande jaren was de productiegroei het grootst in de Baltische staten, waar de groei meer dan 7% bedroeg, en in Slowakije en Tsjechië, die beide een groeicijfer van 6% lieten optekenen.

De krachtige binnenlandse vraag werd in de meeste landen geschraagd door de forse groei van de particuliere consumptie, die zich in 2005 op een hoog peil handhaafde, voornamelijk in de meeste nieuwe lidstaten. De gezinsbestedingen werden ondersteund door de forse groei van het reële beschikbare inkomen, evenals door het expansieve begrotingsbeleid en de stijging van de woningprijzen in sommige landen. Bovendien droeg de steeds grotere groei van de kredietverlening aan de particuliere sector in een aantal niet tot het eurogebied behorende EU-landen, vooral in de Baltische staten, eveneens bij tot de gestage toename van de vastgoedinvesteringen en de gezinsbestedingen. De consumptiegroei was in 2005 gematigd in Malta

(als gevolg van de geringe groei van het beschikbare inkomen), in Polen (door de loonmatiging en de hogere besparingen) en in het Verenigd Koninkrijk (als gevolg van de hogere rente en de afkoeling van de woningmarkt). De binnenlandse vraag werd daarnaast ook gestimuleerd door de aanhoudende sterkte van de investeringsgroei in talrijke, niet tot het eurogebied behorende lidstaten, voornamelijk in de Baltische staten, Hongarije, Malta, Slowakije en Zweden. De lage rente, het herstel van het producentenvertrouwen, de hoge benuttingsgraad van kapitaal en de positieve vooruitzichten op een gestage vraag, droegen bij tot de forse groei van de investeringen, terwijl de financiële middelen uit de EU-fondsen eveneens de investeringsgroei in de nieuwe lidstaten aanzwengelden.

Wat de buitenlandse vraag betreft, was de uitvoer de belangrijkste stuwende kracht achter de reële bbp-groei in de meeste EU-lidstaten, vooral in de Baltische staten, Tsjechië, Hongarije en Polen. De bijdrage van de netto-uitvoer tot de reële bbp-groei vertoonde evenwel sterke verschillen tussen de diverse EU-landen buiten

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

(mutaties in procenten per jaar)

	2001	2002	2003	2004	2005	2005 kw 1	2005 kw 2	2005 kw 3	2005 kw 4
Tsjechië	2,6	1,5	3,2	4,4	6,0	5,3	5,8	6,0	6,7
Denemarken	0,7	0,5	0,7	1,9	3,4	0,3	4,7	4,8	3,7
Estland	6,5	7,2	6,7	7,8	.	7,2	9,9	10,6	.
Cyprus	4,1	2,1	1,9	3,9	3,8	3,9	3,6	4,0	3,6
Letland	8,0	6,5	7,2	8,5	10,2	7,3	11,4	11,4	10,5
Litouwen	7,2	6,8	10,5	7,0	7,5	4,4	8,4	7,6	8,8
Hongarije	4,3	3,8	3,4	4,6	4,1	3,2	4,5	4,5	4,3
Malta	0,3	1,5	-2,5	-1,5	2,5	0,1	2,8	4,1	2,8
Polen	1,1	1,4	3,8	5,3	3,2	3,6	1,2	3,4	.
Slovenië	2,7	3,5	2,7	4,2	3,9	2,8	5,4	3,6	3,7
Slowakije	3,8	4,6	4,5	5,5	6,0	5,1	5,1	6,2	7,6
Zweden	1,1	2,0	1,7	3,7	2,7	1,1	3,3	3,5	2,9
Verenigd Koninkrijk	2,2	2,0	2,5	3,2	1,8	2,0	1,6	1,8	1,8
EU-10 ¹⁾	2,8	2,6	3,9	5,1	4,5	4,1	3,8	4,8	.
EU-13 ²⁾	2,1	2,0	2,5	3,5	2,5	2,2	2,4	2,7	2,5
Eurogebied	1,9	0,9	0,7	2,1	1,3	0,6	1,9	1,4	1,3

Bronnen: Eurostat en de nationale bureaus voor de statistiek in Litouwen en Slovenië voor de jaarlijkse groeicijfers van deze beide landen in 2005.

Toelichting: De kwartaalcijfers zijn niet seizoengezuiverd, behalve voor Tsjechië (seizoengezuiverd) en voor het Verenigd Koninkrijk (voor seizoeneffecten en werkdagen gecorrigeerd). Het jaarlijkse groeicijfer voor Tsjechië in 2005 is een gemiddelde van de kwartaalcijfers.

1) EU-10 omvat de gegevens voor de tien landen die op 1 mei 2004 tot de EU zijn toetreden.

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

het eurogebied, en was grotendeels neutraal voor de groep als geheel. Zowel de uitvoer- als de invoergroei bleef in 2005 vrij hoog in de nieuwe lidstaten, wat erop wijst dat het reeds lang aan de gang zijnde proces van handelsintegratie nog aan kracht won met de opheffing van de handelsbelemmeringen, hoofdzakelijk voor voedingsproducten, na de toetreding tot de EU.

De arbeidsmarktsituatie bleef in de meeste niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten in 2005 verbeteren, vooral in de Baltische staten, Polen en Slowakije. Hoewel de werkloosheidsgraad slechts geleidelijk afnam, versterkte de werkgelegenheids groei aanzienlijk in de nieuwe lidstaten, vooral in de landen met de hoogste werkloosheidsgraad. In Polen en Slowakije bleef de werkloosheidsgraad uitzonderlijk hoog, nagenoeg twee keer zo hoog als in het eurogebied. In Cyprus, Denemarken en het Verenigd Koninkrijk was de arbeidsmarkt vrij krap, met een werkloosheidsgraad van minder dan 6%.

PRIJSONTWIKKELINGEN

In 2005 was de HICP-inflatie het laagst – onder het gemiddelde van het eurogebied – in Zweden, Tsjechië, Denemarken en het Verenigd Koninkrijk. In de meeste andere niet tot het eurogebied



behorende lidstaten lag de HICP-inflatie net boven het gemiddelde van het eurogebied, hoewel ze in Letland, Estland en Hongarije meer dan 3% bedroeg (zie Tabel 7). In vergelijking met 2004 lieten de meeste nieuwe lidstaten, met uitzondering van de Baltische staten, in 2005 een lagere HICP-inflatie optekenen, terwijl Denemarken en het Verenigd Koninkrijk een

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

(mutaties in procenten per jaar)

	2001	2002	2003	2004	2005	2005 kw 1	2005 kw 2	2005 kw 3	2005 kw 4
Tsjechië	4,5	1,4	-0,1	2,6	1,6	1,4	1,2	1,6	2,2
Denemarken	2,3	2,4	2,0	0,9	1,7	1,1	1,6	2,2	2,0
Estland	5,6	3,6	1,4	3,0	4,1	4,5	3,6	4,3	4,0
Cyprus	2,0	2,8	4,0	1,9	2,0	2,5	2,1	1,7	1,9
Letland	2,5	2,0	2,9	6,2	6,9	6,7	6,7	6,7	7,5
Litouwen	1,6	0,3	-1,1	1,2	2,7	3,1	2,4	2,2	3,0
Hongarije	9,1	5,2	4,7	6,8	3,5	3,5	3,6	3,5	3,2
Malta	2,5	2,6	1,9	2,7	2,5	2,3	2,2	2,1	3,5
Polen	5,3	1,9	0,7	3,6	2,2	3,6	2,2	1,8	1,2
Slovenië	8,6	7,5	5,7	3,7	2,5	2,8	2,2	2,3	2,6
Slowakije	7,2	3,5	8,4	7,5	2,8	2,8	2,6	2,2	3,7
Zweden	2,7	1,9	2,3	1,0	0,8	0,7	0,5	0,9	1,1
Verenigd Koninkrijk	1,2	1,3	1,4	1,3	2,0	1,7	1,9	2,4	2,1
EU-10 ¹⁾	5,7	2,6	1,9	4,1	2,5	3,2	2,4	2,2	2,2
EU-13 ²⁾	2,7	1,8	1,6	2,1	2,1	2,1	2,0	2,2	2,1
Eurogebied	2,4	2,3	2,1	2,1	2,2	2,0	2,0	2,3	2,3

Bron: Eurostat.

1) EU-10 omvat de gegevens voor de tien landen die op 1 mei 2004 tot de EU zijn toegetreden.

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

hogere inflatie vertoonden, zij het vertrekking van een lager peil.

Het inflatieverloop in de niet tot het eurogebied behorende lidstaten werd deels beïnvloed door gemeenschappelijke factoren. In verscheidene nieuwe lidstaten was de vertraging van de inflatie in de eerste helft van 2005 een weerspiegeling van het basiseffect van de prijsstijgingen die in 2004 waren opgetreden als gevolg van de toetreding tot de EU. Bovendien lijkt de scherpe concurrentie een neerwaartse druk te hebben uitgeoefend op het prijsverloop in de meeste, niet tot het eurogebied behorende lidstaten, in het bijzonder voor industriële goederen en voedingsproducten. De stijgende olieprijs heeft daarentegen een opwaartse druk op de inflatie uitgeoefend. Het precieze effect hiervan verschilt evenwel van land tot land, hoofdzakelijk als gevolg van verschillen in consumptiepatronen, marktstructuren en de energie-intensiteit van de productie. Aangezien de energieprijzen in tal van niet tot het eurogebied behorende EU-landen grotendeels door de overheid gereguleerd zijn, is het bovendien mogelijk dat de doorwerking van de hogere olieprijsen in de inflatie niet volledig heeft plaatsgevonden in 2005. De inflatoire druk werd tevens aangewakkerd als gevolg van de aanhoudend krachtige binnenlandse vraag in een aantal nieuwe lidstaten.

Ook de wisselkoersontwikkelingen en hun vertraagde doorwerking in de totale inflatie hebben het inflatieverloop in 2005 beïnvloed. In een aantal landen, voornamelijk in Tsjechië, Hongarije, Polen en Slowakije, sorteerde de muntappreciatie een temperend effect op de inflatie.

BEGROTINGSBELEID

Uitgaande van de jongste aanpassingen aan de convergentieprogramma's die eind 2005 en begin 2006 werden ingediend, vertoonde het begrotingsbeleid in de niet tot het eurogebied behorende lidstaten in 2005 een heterogeen beeld. Drie van de niet tot het eurogebied behorende lidstaten (Denemarken, Estland en Zweden) boekten een begrotingsoverschot, terwijl de overige tien landen een begrotingstekort lie-

ten optekenen. De geraamde begrotingsresultaten voor 2005 waren ofwel grotendeels in overeenstemming met, ofwel beter dan de doelstellingen van de convergentieprogramma's, met als uitzonderingen Tsjechië, Hongarije, Malta en Slowakije. De overheidssaldi verslechterden in de loop van het jaar in zes van de dertien niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten (zie Tabel 8), hoewel de convergentieprogramma's in sommige gevallen uitgaan van relatief voorzichtige ramingen. De verslechteringen vonden plaats ondanks het feit dat de begrotingssaldi werden ondersteund door een gunstig economisch klimaat, dat in een aantal landen resulteerde in hoger dan verwachte inkomsten.

De conjunctuurbijdrage tot de begroting was meestal positief of neutraal. Toch waren Denemarken, Cyprus, Malta, Polen en het Verenigd Koninkrijk de enige landen die een verkrappend begrotingsbeleid voerden. In Cyprus en Hongarije hadden tijdelijke maatregelen in 2005 een milderend effect van meer dan 0,5% bbp op het tekort. Daarentegen nam het tekort van Slowakije in 2005 toe als gevolg van eenmalige uitgaven.

De bestedingen bleven doorgaans in de buurt van de geplande uitgaven. Net als in 2004 gebruikten enkele regeringen, waaronder die van Tsjechië, Estland, Letland, Litouwen en Slowakije, evenwel een deel van de extra inkomsten om bijkomende uitgaven te financieren in plaats van om hun begrotingssaldo te verbeteren.

Op basis van de besluiten van de Ecofin-Raad van 5 juli 2004 werd bepaald dat zes niet tot het eurogebied behorende lidstaten (Tsjechië, Cyprus, Hongarije, Malta, Polen en Slowakije) met een buitensporig tekort kampten. Eén van deze landen, namelijk Cyprus, drong zijn tekort in 2005 terug tot minder dan 3% bbp, zoals vereist door het desbetreffende besluit van de Raad. Uitgaande van de laatste aanpassingen aan de convergentieprogramma's, namen de tekorten daarentegen toe in Tsjechië, Hongarije en Slowakije (zij het, in het geval van Slowakije, als gevolg van een eenmalige schuldkwijt-

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

(procenten bbp)

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

Gegevens inzake het
convergentieprogramma
voor 2005

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

Brutoschuld van de gezamenlijke overheid

Gegevens inzake het
convergentieprogramma
voor 2005

	2002	2003	2004	
Tsjechië	29,8	36,8	36,8	37,4
Denemarken	47,6	45,0	43,2	35,6
Estland	5,8	6,0	5,5	4,6
Cyprus	65,2	69,8	72,0	70,5
Letland	14,2	14,6	14,7	13,1
Litouwen	22,4	21,4	19,6	19,2
Hongarije	55,5	57,4	57,4	57,7
Malta	63,2	72,8	75,9	76,7
Polen	41,2	45,3	43,6	42,5
Slovenië	29,8	29,4	29,8	29,0
Slowakije	43,7	43,1	42,5	33,7
Zweden	52,4	52,0	51,1	50,9
Verenigd Koninkrijk	38,2	39,7	41,5	43,3
EU-10 ¹⁾	39,9	43,3	42,6	41,5
EU-13 ²⁾	40,6	42,0	42,8	43,2
Eurogebied	69,2	70,4	70,8	71,0

Bronnen: Europese Commissie (voor 2002-04), 2005-06 bijgewerkte convergentieprogramma's en beoordelingen van de Commissie (voor 2005) en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De gegevens zijn gebaseerd op de definitie van de procedure bij buitensporige tekorten. De begrotingssaldi (gegevens van de Commissie) zijn exclusief de opbrengsten uit de verkoop van UMTS-licenties. De gegevens omvatten de pensioenfondsen van de tweede pensioenpijler. Hun geraamd verbeterend effect (indien beschikbaar) in procenten bbp is als volgt: Denemarken (0,9% op het begrotingssaldo), Hongarije (1,3% op het begrotingssaldo, 3,8% op de schuld), Polen (1,8% op het begrotingssaldo, 5,4% op de schuld), Slovenië (0,8% op het begrotingssaldo) en Zweden (1,0% op het begrotingssaldo, 0,6% op de schuld).

1) EU-10 omvat de gegevens voor de tien landen die op 1 mei 2004 tot de EU zijn toegetreden.

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

schelding ten belope van 0,8% bbp). Cyprus, Malta en Polen voldeden aan het consolidatie-criterium dat een positieve verandering van het voor de conjunctuur gezuiverde begrotingssaldo vereist met minstens 0,5% bbp, na aftrek van eenmalige en andere tijdelijke maatregelen. Hongarije vertoonde opnieuw een aanzienlijke ontsporing ten aanzien van zijn begrotingsdoelstelling voor 2005, die opwaarts werd herzien

van 3,6% tot 6,1% bbp. De Raad besliste twee keer, in overeenstemming met Artikel 104(8) van het Verdrag, dat Hongarije geen doeltreffende stappen had ondernomen om het buitensporige tekort terug te dringen (zie ook Paragraaf 1.1 van Hoofdstuk 4). Het Verenigd Koninkrijk liet voor het derde jaar op rij een schuldquote boven de referentiewaarde van 3% bbp optekenen. De Ecofin-Raad besloot op 24

januari 2006 dat het Verenigd Koninkrijk met een buitensporig tekort kampte, en deed een aanbeveling in overeenstemming met Artikel 104(7) van het Verdrag, waarin werd gevraagd zo snel mogelijk het buitensporige tekort weg te werken, uiterlijk tegen het begrotingsjaar 2006/07.

In 2005 bleef de schuldquote van de meeste niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten ruim onder het gemiddelde van het eurogebied. Enkel Cyprus en Malta lieten nog een quote boven de referentiewaarde van 60% bbp optekenen. Behalve in enkele uitzonderlijke gevallen, is de schuldquote gedaald in de niet tot het eurogebied behorende lidstaten, deels als gevolg van de gunstige groei-renteverschillen en van de op schuldafbouw gerichte tekort-schuldaanpassingen.¹³

BETALINGSBALANSONTWIKKELINGEN

De gecombineerde lopende en kapitaalrekening van de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten bleef in 2005 sterk schommelen van land tot land (zie Tabel 9). Terwijl Zweden en Denemarken een aanzienlijk overschot boekten, lieten het Verenigd Koninkrijk en de nieuwe EU-lidstaten een tekort optekenen. In Estland, Letland en Malta bleef het tekort zeer hoog – in de buurt van of boven 10% bbp – hoewel het in de eerste twee landen daalde, terwijl Cyprus, Litouwen, Hongarije en Slowakije een tekort op de lopende en de kapitaalrekening lieten optekenen van meer dan 5% bbp. Tsjechië, Polen, Slovenië en het Verenigd Koninkrijk vertoonden op hun lopende en kapitaalrekening een geringer tekort.

Hoewel een groot tekort op de lopende rekening in een aantal landen kan wijzen op risico's voor de houdbaarheid van de externe positie, kan een dergelijk tekort tot op zekere hoogte ook een normaal kenmerk vormen van economieën die zich in een inhaalproces bevinden, zoals het geval is in de nieuwe lidstaten, waar de inkomende kapitaalstromen de financiering mogelijk maken van investeringen met een hoog rendement, die onmogelijk te realiseren zouden zijn geweest enkel en alleen met binnenlandse besparingen. Hoewel de externe onevenwichtigheden in de meeste landen vooral voor reke-

ning kwamen van de tekorten op de goederenrekening, vormden de inkomstenstekorten – vaak gekoppeld aan de repatriëring van winsten van buitenlandse firma's en derhalve aan een instroom uit hoofde van buitenlandse directe investeringen uit het verleden – in een aantal gevallen nog een andere belangrijke oorzaak. De recente ontwikkelingen inzake de lopende rekeningen moeten met enige behoedzaamheid worden geïnterpreteerd, aangezien ze in zekere mate worden beïnvloed door de methodologische wijzigingen in de opstelling van de handelsgegevens na de toetreding tot de EU.

In de meeste nieuwe EU-lidstaten bleven de buitenlandse directe investeringen – die deels verband hielden met privatiseringsprogramma's – een belangrijke bron van externe financiering vormen. Voor deze groep van landen als geheel nam de netto-instroom van buitenlandse directe investeringen in 2005 lichtjes toe in vergelijking met 2004 (zie Tabel 9). De netto-instroom van buitenlandse directe investeringen (in termen van bbp) was bijzonder omvangrijk in Estland, waar deze sterk werd beïnvloed door één grote transactie. Hij bleef ook vrij groot in Tsjechië en Malta. De netto-instroom van buitenlandse directe investeringen was positief in alle nieuwe lidstaten met uitzondering van Slovenië, dat in 2005 een nettostroom van buitenlandse directe investeringen vrijwel in evenwicht liet optekenen. Wat de andere niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten betreft, gaven Zweden en Denemarken een netto-uitstroom van buitenlandse directe investeringen te zien. Deze uitstroom was vrij omvangrijk in het geval van Zweden, terwijl de netto-instroom van buitenlandse directe investeringen in het Verenigd Koninkrijk sterk positief was. Hoewel de nettostromen van buitenlandse directe investeringen in 2005 een belangrijke financieringsbron vormden voor een aantal niet tot het eurogebied behorende lidstaten, was deze instroom in de meeste gevallen algemeen beschouwd toch onvoldoende om het tekort op de lopende en kapitaalrekening samen te dekken.

¹³ De schuld cijfers voor 2005 afkomstig van de jongste aanpassingen aan de convergentieprogramma's, zijn strikt genomen niet vergelijkbaar met de gegevens van de Europese Commissie voor de voorgaande jaren.

De netto investeringsstromen uit hoofde van het effectenverkeer droegen in 2004 en 2005 ook in belangrijke mate bij tot de financiering van de tekorten op de lopende rekeningen in Cyprus, Hongarije en Polen, in vergelijking met de vrijmatige instroom in de voorgaande jaren. Deze ontwikkeling was vooral te danken aan de hogere netto schuldinstroom – die in sommige gevallen wellicht te maken had met de rendementsverschillen – maar de netto-instroom uit hoofde van het aandelenverkeer ging eveneens de hoogte in. Deels als gevolg van de aanvullende financiering verstrekt door de netto-instroom uit hoofde van het effectenverkeer en ook van de overige investeringen, is de externe schuldenlast van een aantal landen in verhouding tot het bbp eveneens gestegen.

ERM II EN WISSELKOERSAANGELEGENHEDEN

In 2005 sloten vier nieuwe EU-lidstaten zich in het ERM II aan bij Estland, Litouwen, Slovenië en Denemarken: Cyprus, Malta en Letland traden op 2 mei 2005 tot het mechanisme toe en Slowakije op 28 november 2005, alle met een standaard fluctuatiemarge van $\pm 15\%$ rond hun spilkoers ten opzichte van de euro. Vóór hun toetreding tot het ERM II waren zowel het

Cypriotische pond als de Letlandse lats reeds eenzijdig gekoppeld geweest aan de euro. Terwijl het Cypriotische pond aan de euro gekoppeld was geweest sinds de invoering van de gemeenschappelijke munt in 1999, zette Letland de koppeling van zijn munt aan het speciale trekkingsrecht – een rekeneenheid, vooral van het IMF, waarvan de waarde gebaseerd is op een korf van munten – aan het begin van 2005 om in een koppeling aan de euro, en handhaafde het een fluctuatiemarge van $\pm 1\%$. Na de toetreding tot het ERM II kondigden de Letlandse autoriteiten aan dat ze eenzijdig de wisselkoers van de lats zouden handhaven op de spilkoers ten opzichte van de euro met een fluctuatiemarge van $\pm 1\%$. Bij de toetreding tot het mechanisme werd de Maltese lire gekoppeld aan de euro in plaats van aan een mandje van munten bestaande uit de euro, het Britse pond en de Amerikaanse dollar. Bovendien verklaarden de Maltese autoriteiten dat ze eenzijdig de wisselkoers van de Maltese lire zouden handhaven op de spilkoers ten opzichte van de euro. In het geval van de Slowaakse kroon en het Cypriotische pond gingen de autoriteiten geen formele eenzijdige verbintenis aan om een smallere marge te hanteren. Eenzijdig

Tabel 9 Betalingsbalans, geselecteerde posten

(procenten bbp)

	Lopende rekening en kapitaalrekening samen				Netto buitenlandse directe investeringen				Netto-investeringsstromen uit hoofde van het effectenverkeer			
	2002	2003	2004	2005 ¹⁾	2002	2003	2004	2005 ¹⁾	2002	2003	2004	2005 ¹⁾
Tsjechië	-5,7	-6,3	-5,7	-3,3	11,2	2,1	3,6	7,6	-1,9	-1,4	2,2	-1,9
Denemarken	2,3	3,3	2,4	2,9	0,8	0,1	0,4	-1,1	0,1	-7,0	-6,0	-7,1
Estland	-9,9	-11,6	-12,0	-10,8	2,2	8,4	6,9	21,8	2,1	1,9	6,5	-14,3
Cyprus	-4,5	-2,4	-4,9	-6,5	5,7	3,0	3,0	4,3	-4,9	1,9	7,6	7,1
Letland	-6,4	-7,4	-11,9	-9,9	2,7	2,3	4,3	4,0	-2,2	-2,0	1,7	-0,8
Litouwen	-4,7	-6,4	-6,4	-5,2	5,0	0,8	2,3	1,3	0,1	1,5	0,9	-0,3
Hongarije	-6,8	-8,7	-8,5	-7,2	4,1	0,6	3,5	2,8	2,6	3,6	6,8	6,7
Malta	0,5	-5,5	-8,7	-9,0	-10,4	8,6	8,1	9,9	-9,1	-33,5	-31,3	-25,7
Polen	-2,5	-2,1	-3,8	-1,2	2,0	2,0	4,6	3,3	1,0	1,1	3,8	5,1
Slovenië	0,8	-1,0	-2,5	-1,1	6,5	-0,5	0,8	-0,3	-0,3	-0,9	-2,2	-2,9
Slowakije	-7,6	-0,5	-3,1	-5,6	17,0	2,3	3,4	3,8	2,3	-1,7	2,2	-1,2
Zweden	5,0	7,4	8,2	7,3	0,5	-6,6	-3,8	-7,2	-4,5	-3,0	-6,9	0,8
Verenigd Koninkrijk	-1,5	-1,3	-1,8	-1,7	-1,7	-1,9	-0,9	4,9	4,8	5,4	-4,7	-5,6
EU-10 ²⁾	-4,2	-4,3	-5,3	-3,5	5,0	1,8	3,9	4,2	0,4	0,5	3,2	2,5
EU-13 ³⁾	-1,0	-0,6	-1,1	-0,8	-0,1	-1,6	-0,2	0,0	2,7	2,6	-3,5	-1,7
Eurogebied	0,9	0,6	0,8	0,2	0,3	0,0	-0,6	-1,9	1,9	0,9	0,9	2,9

Bron: ECB.

1) De cijfers voor 2005 hebben betrekking op het gemiddelde over vier kwartalen tot het derde kwartaal van 2005.

2) EU-10 omvat de gegevens voor de tien landen die op 1 mei 2004 tot de EU zijn toetreden.

3) EU-13 omvat de gegevens voor de 13 niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten.

verbintenissen houden geen extra verplichtingen in voor de ECB. Om een vlotte deelname aan het ERM II te verzekeren, hebben de deelnemende landen zich ertoe verbonden om de nodige maatregelen te treffen teneinde de macro-economische en wisselkoersstabiliteit te handhaven.

De deelname aan het ERM II ging in geen enkel van de deelnemende landen gepaard met ernstige spanningen op de valutamarkten. De Estlandse kroon, de Litouwse litas, de Maltese lire en de Sloveense tolar zijn sinds hun toetreding tot het mechanisme voortdurend op of rond hun spilkoers verhandeld. De Deense kroon werd in 2005 ook nog steeds dicht in de buurt van haar spilkoers verhandeld. Na zijn toetreding tot het ERM II steeg het Cypriotische pond gedurende de eerste twee maanden enigszins in waarde ten opzichte van de euro, maar stabiliseerde zich in de tweede helft van 2005 op circa 2% boven zijn spilkoers. De Litouwse lats noteerde onveranderd aan de sterke kant van de standaard fluctuatiemarge en in de buurt van de bovengrens van zijn eenzijdig aangekondigde marge. Sinds haar toetreding tot het ERM II heeft de Slovaakse kroon een iets grotere volatiliteit vertoond dan de overige munten van het ERM II en werd zij tot 3,2% boven haar spilkoers verhandeld (zie Tabel 10).

De meeste munten van de niet tot het eurogebied behorende lidstaten buiten het ERM II ste-

gen in 2005 in waarde ten opzichte van de euro, zij het in mindere mate in op basis van handelsstromen gewogen (effectieve) termen, aangezien deze stijging ten dele werd gecompenseerd door hun depreciatie ten opzichte van de Amerikaanse dollar en de aan de Amerikaanse dollar gekoppelde munten. In de eerste helft van 2005 werd de sterke appreciatie van de Poolse zloty en de Tsjechische kroon van 2004 gedeeltelijk omgebogen, maar in de tweede helft van het jaar stegen deze munten opnieuw in waarde. Op 24 februari 2006 waren deze munten fors in waarde gestegen ten opzichte van de euro in vergelijking met hun niveau aan het begin van 2005, zodat de euro deprecieerde met respectievelijk 7,2% en 6,6% (zie Grafiek 37). De Hongaarse forint, daarentegen, deprecieerde tegen de achtergrond van aanzienlijke wisselkoersschommelingen, die voornamelijk verband hielden met de verslechterende begrotingsvooruitzichten over het jaar als geheel. Op 24 februari 2006 werd de forint bijna 3% lager verhandeld dan aan het begin van 2005. De bewegingen van de rente-ecarts lijken de Zweeds kroon en het Britse pond te hebben beïnvloed. Terwijl de Zweedse kroon gedurende het grootste deel van 2005 vrij sterk deprecieerde ten opzichte van de euro, als gevolg van een oplopend negatief rente-ecart ten opzichte van het eurogebied, steeg het Britse pond in 2005 en begin 2006 in waarde ten opzichte van de euro – met bijna 4% – tegen de achtergrond van sterke schommelingen.

Tabel 10 Ontwikkelingen in ERM II

	Toetredingsdatum	Hoogste koers	Spilkoers	Laagste koers	Max. afwijking in %	
					Opwaarts	Neerwaarts
DKK	1.1.1999	7,62824	7,46038	7,29252	0,1	0,4
EEK	28.6.2004	17,9936	15,6466	13,2996	0,0	0,0
CYP	2.5.2005	0,673065	0,585274	0,497483	0,0	2,1
LVL	2.5.2005	0,808225	0,702804	0,597383	0,0	1,0
LTL	28.6.2004	3,97072	3,45280	2,93488	0,0	0,0
MTL	2.5.2005	0,493695	0,429300	0,364905	0,0	0,0
SIT	28.6.2004	275,586	239,640	203,694	0,2	0,1
SKK	28.11.2005	44,2233	38,4550	32,6868	0,0	3,2

Bron: ECB.

Toelichting: Een neerwaartse (opwaartse) afwijking stemt overeen met een beweging naar de laagste (hoogste) koers en vormt een versteviging (verzwakking) van de munt ten opzichte van de euro. Voor de vermelde maximumafwijkingen lopen de referentieperiodes van de respectieve toetredingsdata tot het ERM II tot 24 februari 2006. Voor Denemarken loopt de referentieperiode van 1 januari 2004 tot 24 februari 2006.

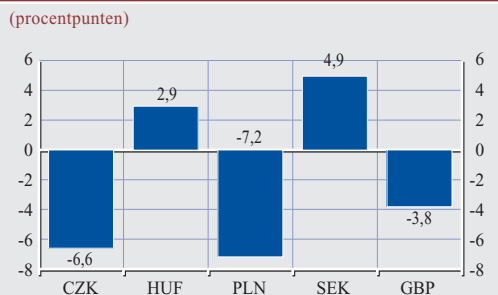
MONETAIR BELEID

In alle niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten is prijsstabiliteit de hoofddoelstelling van het monetaire beleid. De monetaire-beleidsstrategieën vertonen sterke verschillen van land tot land, die de heterogeniteit tussen die landen weerspiegelen in nominale, reële en structurele termen (zie Tabel 11). Behalve de toetreding van Cyprus, Letland, Malta en Slowakije tot het ERM II, bleven het monetaire beleid en de wisselkoersstelsels van de niet tot het eurogebied behorende EU-landen in 2005 grotendeels ongewijzigd, hoewel enkele verfijningen werden aangebracht aan het monetaire-beleidskader van een aantal landen met het oog op de toekomstige monetaire integratie.

Terzake van de monetaire-beleidsbeslissingen die in 2005 werden genomen in de landen met een wisselkoersdoelstelling, trok de Danmarks Nationalbank haar voornaamste rentetarief met 25 basispunten op tot 2,4% in navolging van de renteverhoging door de ECB op 1 december 2005. Ze verhoogde haar rentetarief nogmaals – met 10 basispunten tot 2,5% – op 17 februari 2006 als gevolg van een uitstroom van deviezen in februari, onder meer omdat de Deense institutionele beleggers buitenlandse aandelen en andere waardepapieren aankochten. De Central Bank of Cyprus verlaagde haar minimale inschrijvingsrente met in totaal 125 basispunten tot 3,25% tegen het einde van 2005, om bij te dragen tot het intomen van de appreciatiedruk als gevolg van het verbeterde vertrouwen van de beleggers in de economische vooruitzichten, dat op zijn beurt voortvloeide uit de verbetering van de overheidsfinanciën en de toetreding van het Cypriotische pond tot het ERM II. Latvijs Banka verhoogde haar minimumreserveratio in twee stappen van 4% tot 8%, teneinde de zeer hoge kredietgroei in Letland af te remmen. In Malta werd de officiële rente met 25 basispunten opgetrokken tot 3,25%, als reactie op de forse kredietgroei. In februari 2006 verlaagde de Banka Slovenije haar voornaamste rentetarief met 25 basispunten tot 3,75%.

Van de niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten die een kader voor een inflatiedoel-

Grafiek 37 Veranderingen in de wisselkoers van de euro ten opzichte van niet tot het ERM II behorende EU-valuta's



Bron: ECB.

Toelichting: Een positieve (negatieve) waarde geeft een appreciatie (depreciatie) van de euro weer. De wijzigingen hebben betrekking op de periode van 3 januari 2005 tot 24 februari 2006.

stelling hanteren, hebben de meeste landen hun voornaamste rentetarief in 2005 verlaagd. In het licht van de verbeterde inflatievooruitzichten hebben Hongarije, Polen en Slowakije hun beleidsrente met in totaal in 350, 200 en 100 basispunten verlaagd tot respectievelijk 6%, 4,5% en 3%. In Slowakije werden de rentebeslissingen tevens ingegeven door de muntappreciatie. In Polen werd het voornaamste rentetarief in januari 2006 verder verlaagd met 25 basispunten tot 4,25%. In Zweden en het Verenigd Koninkrijk werden de voornaamste rentetarieven in 2005 met 50 en 25 basispunten verlaagd tot respectievelijk 1,5% en 4,5%, gelet op de zwakkere productiegroei en de lagere inflatieverwachtingen. In Zweden werd de beleidsrente in januari 2006 evenwel met 25 basispunten opgetrokken tot 1,75%, en met nog eens 25 basispunten tot 2,0% in februari 2006. De beslissingen werden ingegeven door de prognoses van de Inflatierapporten van december 2005 en februari 2006 (die wezen op een stijgende tendens voor de korte rente). In Tsjechië werd de beleidsrente in de eerste helft van 2005 met in totaal 75 basispunten verlaagd als gevolg van de gunstige inflatievooruitzichten en de appreciatie van de kroon, hoewel zij tegen eind oktober opnieuw met 25 basispunten werd opgetrokken tot 2%, in overeenstemming met de laatste inflatieprognose en de daaraan verbonden risico's.

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

	Monetaire-beleidsstrategieën	Valuta	Kenmerken
Tsjechië	Inflatiedoelstelling	Tsjechische kroon	Inflatiedoelstelling: 2-4% tegen eind 2005, daarna 3%, met dien verstande dat de inflatieresultaten niet méér dan één procentpunt (p.p.) van deze doelstelling mogen afwijken in de ene of de andere richting. Geleid zwevende wisselkoers.
Denemarken	Wisselkoersdoelstelling	Deense kroon	Neemt aan ERM II deel met een fluctuatiemarge van $\pm 2,25\%$ boven en onder de spilkoers van DKK 7,46038 per euro.
Estland	Wisselkoersdoelstelling	Estlandse kroon	Neemt aan ERM II deel met een fluctuatiemarge van $\pm 15\%$ boven en onder de spilkoers van EEK 15,6466 per euro. Estland blijft zijn currency board hanteren als een eenzijdige verbintenis.
Cyprus	Wisselkoersdoelstelling	Cypriotisch pond	Neemt aan ERM II deel met een fluctuatiemarge van $\pm 15\%$ boven en onder de spilkoers van CYP 0,585274 per euro.
Letland	Wisselkoersdoelstelling	Letlandse lats	Neemt aan ERM II deel met een fluctuatiemarge van $\pm 15\%$ boven en onder de spilkoers van LVL 0,702804 per euro. Letland blijft zijn fluctuatiemarge van $\pm 1\%$ hanteren als een eenzijdige verbintenis.
Litouwen	Wisselkoersdoelstelling	Litouwse litas	Neemt aan ERM II deel met een fluctuatiemarge van $\pm 15\%$ boven en onder de spilkoers van LTL 3,45280 per euro. Litouwen blijft zijn currency board hanteren als een eenzijdige verbintenis.
Hongarije	Gecombineerde wisselkoers- en inflatiedoelstelling	Hongaarse forint	Wisselkoersdoelstelling: vaste koppeling aan de euro tegen HUF 282,36 per euro met een fluctuatiemarge van $\pm 15\%$. Inflatiedoelstelling: 4% (± 1 p.p.) tegen eind 2005, 3,5% (± 1 p.p.) tegen eind 2006 en 3% (± 1 p.p.) doelstelling op de middellange termijn vanaf 2007.
Malta	Wisselkoersdoelstelling	Maltese lire	Neemt aan ERM II deel met een fluctuatiemarge van $\pm 15\%$ boven en onder de spilkoers van MTL 0,42930 per euro. Malta handhaaft zijn wisselkoers t.o.v. de euro ongewijzigd op de spilkoers als een eenzijdige verbintenis.
Polen	Inflatiedoelstelling	Poolse zloty	Inflatiedoelstelling: 2,5% ± 1 p.p. (jaarlijkse verandering van de CPI) sinds 2004. Vrij zwevende wisselkoers.
Slovenië	Op twee pijlers berustende strategie met beoordeling van monetaire, reële, externe en financiële indicatoren van de macro-economische situatie	Sloveense tolar	Neemt aan ERM II deel met een fluctuatiemarge van $\pm 15\%$ boven en onder de spilkoers van SIT 239,640 per euro.
Slowakije	Nastreven van de inflatiedoelstelling overeenkomstig de voorwaarden van het ERM II	Slowaakse koruna	Neemt aan ERM II deel met een fluctuatiemarge van $\pm 15\%$ boven en onder de spilkoers van SKK 38,4550 per euro. Inflatiedoelstelling: op de korte termijn vastgesteld op 3,5% $\pm 0,5$ p.p. tegen eind 2005. Voor de periode 2006-2008 wordt een inflatie van minder dan 2,5% beoogd tegen eind 2006 en van minder dan 2% tegen eind 2007 en eind 2008.
Zweden	Inflatiedoelstelling	Zweedse kroon	Inflatiedoelstelling: 2% stijging van de CPI met een tolerantie van ± 1 p.p. Vrij zwevende wisselkoers.
Verenigd Koninkrijk	Inflatiedoelstelling	Brits pond	Inflatiedoelstelling: 2% zoals afgemeten aan de twaalfmaands stijging van de CPI ¹⁾ . Bij een afwijking van meer dan 1 p.p. dient het Monetary Policy Committee een open brief aan de minister van Financiën te richten. Vrij zwevende wisselkoers.

Bron: ESCB.

1) De CPI stemt overeen met de HICP.

FINANCIËLE ONTWIKKELINGEN

In 2005 vertoonden de rendementen op langlopende obligaties in de meeste niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten een soortgelijk verloop als die in het eurogebied, en waren ze tot september algemeen neerwaarts gericht. Daarna gingen ze enigszins stijgen, vooral in Hongarije en Polen. In Litouwen en Slovenië zakte de lange rente geleidelijk tot op het peil van het eurogebied, terwijl ze in Malta en het Verenigd Koninkrijk een ietwat stabiel verloop te zien gaf. Algemeen beschouwd, viel de lange rente voor de meeste landen eind 2005 20 tot 55 basispunten lager uit dan aan het begin van het jaar, waarbij sterkere dalingen werden opgetekend voor Letland, Polen, Slowakije en vooral Cyprus (met meer dan 200 basispunten). Aangezien de lange rente in het eurogebied in de loop van 2005 met circa 30 basispunten terugliep, bleven de marges van de obligatierendementen ten opzichte van het eurogebied stabiel of vernauwden ze. De marges ten opzichte van het eurogebied namen in het laatste kwartaal van het jaar evenwel vrij sterk toe in Hongarije en Polen. De marktreactie weerspiegelde de ongunstige begrotingstrends in Hongarije en de onzekerheid omtrent de begrotingsontwikkelingen en het economische beleid na de parlementsverkiezingen in Polen.

De aandelenmarkten in de niet tot het eurogebied behorende EU-landen bleven het in 2005 goed doen en overtroffen – behalve in Slovenië en het Verenigd Koninkrijk – de gemiddelde koersontwikkelingen in het eurogebied, zoals afgemeten aan de Dow Jones EURO STOXX-index. Tegen eind 2005 lagen de aandelenkoersen in de nieuwe EU-lidstaten, met uitzondering van Slovenië, 25% tot 65% hoger dan aan het begin van het jaar.

Kunstenaar

Ilse Haider

Titel

Kopf eines Athleten, 1994

Materiaal

Wilgentenen, foto-emulsie

Afmetingen

180 x 120 x 40 cm

© ECB en de kunstenaar



HOOFDSTUK 2

**CENTRALE-
BANKTRANSACTIES EN
-ACTIVITEITEN**

I. MONETAIRE-BELEIDSTRANSACTIES, DEVIEZENTRANSACTIES EN INVESTERINGSACTIVITEITEN

I.1 MONETAIRE-BELEIDSTRANSACTIES

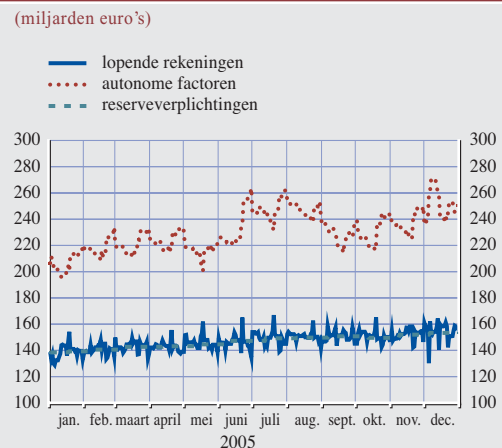
Het operationele kader voor de uitvoering van het gemeenschappelijke monetaire beleid¹ bleef in 2005 efficiënt werken. De zeer korte geldmarktrente bleef het hele jaar stabiel. De EONIA was in 2005 zeer weinig volatiel. De standaardafwijking van het ecart tussen de EONIA en de minimale inschrijvingsrente beliep 5 basispunten, tegen 9 basispunten in 2004 en 16 basispunten in 2003.

De ontwikkelingen van eind 2005 vormden een eerste gelegenheid om tot op zekere hoogte te testen of het operationele kader – dat gewijzigd werd in maart 2004² – in staat is de weerslag van een verandering in de verwachtingen met betrekking tot de basisrentetarieven van de ECB te neutraliseren binnen een aanhoudingsperiode. Na meer dan twee jaar zonder vooruitzicht op een renteverandering, werd de geldmarkt in november 2005 beïnvloed door verwachtingen van een renteverhoging. Na een verklaring van de President van de ECB op 18 november in de aanloop naar de vergadering van de Raad van Bestuur van 1 december, steeg de daggeldrente met nagenoeg 12 basispunten. Enkele dagen later begon de rente echter te dalen en na een liquiditeitstoewijzing boven de referentiewaarde³ in de laatste basisherfinancieringstransactie (BHT) van de aanhoudingsperiode, die vergezeld ging van een toelichting, liep ze verder terug in de richting van haar vroegere peil. Ondanks de eerste reactie, lijkt het afstemmen van het begin van de aanhoudingsperiode op de tenuitvoerlegging van de beslissingen tot rentewijziging er effectief te hebben toe bijgedragen dat het monetaire beleid tijdens de voorgaande aanhoudingsperiode niet significant en aanhoudend werd doorkruist door verwachtingen omtrent rentewijzigingen.

BEOORDELING EN BEHEER VAN DE LIQUIDITEITSVERHOUDINGEN

Het liquiditeitsbeheer van het Eurosysteem is gebaseerd op de dagelijkse raming van de liquiditeitsverhoudingen in het bankwezen van het eurogebied, met als doel de liquiditeitsbehoefte van het systeem en, zodoende, het liquidi-

Grafiek 38 Liquiditeitsfactoren in het eurogebied in 2005



Bron: ECB.

teitsvolume te bepalen dat moet worden toegevoegd bij de wekelijkse BHT's, bij de maandelijkse langerlopende herfinancieringstransacties (LHT's) en eventueel via andere open-markttransacties zoals "fine-tuning"-transacties. De liquiditeitsbehoeften van het bankwezen worden gedefinieerd als de som van de aan de banken opgelegde reserveverplichtingen, het overschot aan verplichte reserves op de rekeningen-courant van de kredietinstellingen bij hun NCB's (overschot aan reserves) en de autonome factoren (zie Grafiek 38). Deze laatste factoren bestaan uit een reeks posten op de balans van het Eurosysteem, die een weerslag hebben op de liquiditeitsbehoeften van de banken, maar die normaliter niet onder de recht-

- 1 Het operationele kader wordt nader toegelicht in de ECB-publicatie met als titel: "De uitvoering van het monetaire beleid in het eurogebied: Algemene documentatie inzake de monetaire-beleidsinstrumenten en -procedures van het Eurosysteem", februari 2005.
- 2 In maart 2004 werden twee wijzigingen ingevoerd: i) Het aanvangstijdstip van de reserve-aanhoudingsperiodes werd aangepast zodat deze periodes steeds beginnen op de verrekeningsdag van de basisherfinancieringstransactie (BHT) volgend op de vergadering van de Raad van Bestuur waarin de maandelijkse beslissing over de monetaire-beleidskoers op de agenda staat en ii) de looptijd van de BHT's werd teruggebracht van twee weken tot één week. Zie het ECB Jaarverslag 2004, pp. 90-91.
- 3 De referentietoewijzing is het toewijzingsbedrag dat normaliter vereist is voor evenwichtige liquiditeitsverhoudingen in de korte geldmarkt, gelet op de volledige liquiditeitsprognose van het Eurosysteem. De gepubliceerde referentietoewijzing wordt afgerond tot op €500 miljoen.



streekse controle van het liquiditeitsbeheer van het Eurosysteem vallen (zoals de bankbiljetten-circulatie, overheidsdeposito's en netto externe activa).

In 2005 bedroegen de dagelijkse gemiddelde liquiditeitsbehoeften van het bankwezen in het eurogebied €377,4 miljard, een stijging met 21% ten opzichte van 2004. De reserveverplichtingen beliepen gemiddeld €146,5 miljard, het overschot aan reserves €0,8 miljard en de autonome factoren €230,1 miljard. Bij de autonome factoren bleven de bankbiljetten jaar-op-jaar het sterkst groeien. Het gemiddelde bedrag aan bankbiljetten liet een jaarlijks groeitempo van ongeveer 15% optekenen, vergelijkbaar met dat van 2004. De bankbiljettenomloop bereikte op 24 december 2005 een recordpeil van €568 miljard.

BASISHERFINANCIERINGSTRANSACTIES

De BHT's zijn wekelijkse liquiditeitsverschaffende transacties met een looptijd van een week. Ze worden uitgevoerd als variabele-rentetenders met een minimale inschrijvingsrente volgens het veilingstelsel op basis van een meervoudige rentevoet. BHT's zijn de belangrijkste open-markttransacties van het Eurosysteem, aangezien ze een sleutelrol vervullen bij het sturen van de rentetarieven, het beheersen van de liquiditeitsverhoudingen op de markt en het afgeven van signalen omtrent de koers van het monetaire beleid door het bepalen van het niveau van de minimale inschrijvingsrente.

Om de kredietinstellingen te helpen bij de voorbereiding van hun inschrijvingen op de BHT's, bleef de ECB in 2005 elke week een prognose

publiceren van de dagelijkse gemiddelde autonome factoren en de referentietoewijzing. Dit communicatiebeleid heeft tot doel misverstanden in de markt te vermijden met betrekking tot de vraag of de toewijzingsbesluiten bij de BHT's er al dan niet op gericht zijn de liquiditeitsverhoudingen in evenwicht te brengen.

In 2005 varieerden de in de BHT's toegewezen bedragen van €259,0 miljard tot €333,5 miljard. Het gemiddelde aantal inschrijvers op de BHT's was 351, ongeveer evenveel als in 2004 nadat het operationele kader was gewijzigd. De liquiditeitsverschaffing door de BHT's vertegenwoordigde 77% van de totale nettoliquiditeit die via de monetaire-beleidstransacties van het Eurosysteem werd verstrekt. Het gemiddelde ecart tussen de marginale rente en de minimale inschrijvingsrente beliep 5,3 basispunten, tegen 1,6 basispunt in 2004 en 4,7 basispunten in 2003. Het ecart bleef tijdens de eerste drie kwartalen van 2005 over het algemeen stabiel op 5 basispunten, maar begon in september toe te nemen, tot 7 basispunten half oktober. Op dat ogenblik maakte de ECB bekend dat ze niet gelukkig was met die stijging en koos ze voor een beleid waarin de toewijzing licht hoger zou liggen dan het referentiebedrag, zonder afbreuk te doen aan de doelstelling van evenwichtige liquiditeitsverhoudingen aan het eind van de reserve-aanhoudingsperiode. Dat "ruim toewijzingsbeleid" leidde daadwerkelijk tot de stabilisering van het ecart tussen de marginale rente en de minimale inschrijvingsrente op 5 basispunten.

“FINE-TUNING”-TRANSACTIES

Als gevolg van de veranderingen van maart 2004 in het operationele kader, is de kans groter geworden dat in de achtdaagse periode tussen de laatste BHT van een aanhoudingsperiode en het einde van die aanhoudingsperiode fouten ontstaan in de liquiditeitsprognose. Het absolute verschil tussen de prognose en het feitelijke resultaat over acht dagen bedroeg in 2005 gemiddeld €7,16 miljard. Om te voorkomen dat deze fouten aanleiding zouden geven tot een significant beroep op de permanente faciliteiten en om hoge ecarts tussen de daggeldrente en de minimale inschrijvingsrente te vermijden, voerde de ECB “fine-tuning”-transacties uit op de laatste dag van de reserve-aanhoudingsperiode, telkens ze een aanzienlijk liquiditeitsoverschot of -tekort verwachtte. In totaal werden negen “fine-tuning”-transacties uitgevoerd, waarvan drie liquiditeitsverschaffende (18 januari, 7 februari en 6 september) en zes liquiditeitsverkrappende (8 maart, 7 juni, 12 juli, 9 augustus, 11 oktober en 5 december). Al deze transacties waren bedoeld om de liquiditeitsverhoudingen weer in evenwicht te brengen en droegen bij tot het stabiliseren van de daggeldrente aan het einde van de reserve-aanhoudingsperiodes.

LANGERLOPENDE HERFINANCIERINGSTRANSACTIES

De LHT's zijn op maandelijkse basis uitgevoerde liquiditeitsverschaffende transacties. Ze worden doorgaans toegewezen op de laatste woensdag van de maand en hebben een looptijd van drie maanden. Daarbij bieden ze de banken de mogelijkheid te voorzien in hun liquiditeitsbehoeften over een langere periode. In tegenstelling tot de BHT's worden de LHT's niet gebruikt om signalen af te geven omtrent de koers van het monetaire beleid van het Eurosysteem. Ze worden uitgevoerd als zuivere variabele-rentetenders met een vooraf aangekondigd toewijzingsvolume, waarbij het Eurosysteem als rentenemer fungeert.

LHT's waren in 2005 goed voor ongeveer 23% van de totale nettoliquiditeit verschaft via openmarkttransacties. Het toe te wijzen bedrag voor

elke transactie steeg van €25 tot €30 miljard in januari 2005 en tot €40 miljard in januari 2006.

PERMANENTE FACILITEITEN

De twee door het Eurosysteem ter beschikking gestelde permanente faciliteiten, namelijk de marginale beleningsfaciliteit en de depositofaciliteit, verschaffen en onttrekken zeer kortlopende liquiditeiten tegen rentetarieven die een bandbreedte vormen voor de interbancaire daggeldrente. In 2005 bleef de bandbreedte onveranderd op 200 basispunten, gecentreerd rond de minimale inschrijvingsrente van de BHT's.

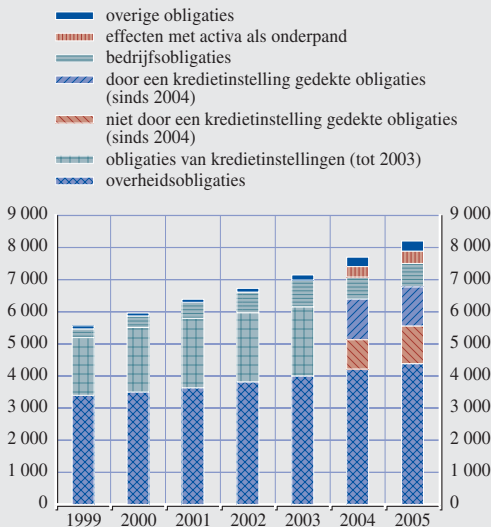
In 2005 beliep het gemiddelde dagelijkse beroep op de marginale beleningsfaciliteit €106 miljoen, terwijl het totale dagelijkse beroep op de depositofaciliteit gemiddeld €122 miljoen bedroeg. Het geringe beroep op de permanente faciliteiten in 2005 spoorde met de voorgaande jaren en weerspiegelt de grote efficiëntie van de interbancaire markt, alsook de kleinere liquiditeitsoverschotten of -tekorten die op de laatste dag van elke reserve-aanhoudingsperiode werden opgetekend. Deze vermindering van de liquiditeitstekorten en -overschotten is in overeenstemming met het feit dat in 2005 vaker een beroep werd gedaan op “fine-tuning”-transacties in het geval van aanzienlijke fouten in de liquiditeitsprognoses.

STELSEL VAN RESERVEVERPLICHTINGEN

De kredietinstellingen in het eurogebied moeten minimumreserves aanhouden op rekeningen bij de NCB's. De reserveverplichtingen belopen 2% van de reservebasis van een kredietinstelling. De reservebasis wordt bepaald in verhouding tot onderdelen van de balans van deze instelling. Aan de reserveverplichtingen moet gemiddeld over een reserve-aanhoudingsperiode worden voldaan. Dit stelsel heeft twee functies: ten eerste, het stabiliseren van de korte geldmarktrente via de middelingsvoorziening en, ten tweede, het vergroten van het liquiditeitstekort, dat wil zeggen de totale behoefte van de banken aan herfinanciering door het Eurosysteem. Het bedrag van de reserveverplichtingen nam in 2005 geleidelijk toe, tot

Grafiek 39 Beleenbare verhandelbare activa

(miljarden euro's)



Bron: ECB.

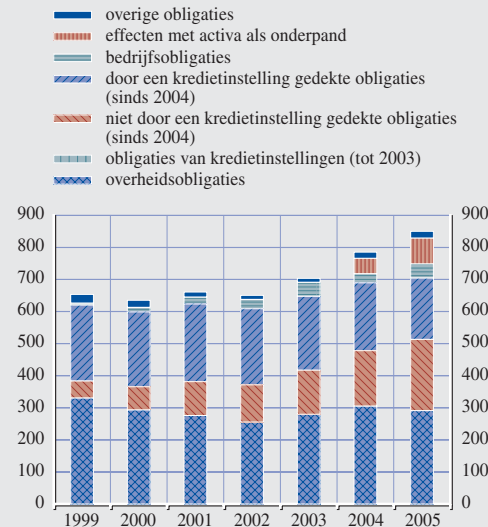
€153 miljard tijdens de laatste aanhoudingsperiode van het jaar.

BELEENBARE ACTIVA TEN BEHOEVE VAN DE MONETAIRE-BELEIDSTRANSACTIES

Om het Eurosysteem te vrijwaren van verliezen, moeten alle krediettransacties van het Eurosysteem gedekt worden door toereikend onderpand. Als gevolg van de specifieke kenmerken van de Europese financiële markten en het operationele kader van het Eurosysteem voor het monetaire beleid, wordt een breed scala van activa als onderpand aanvaard. De gemiddelde waarde van de verhandelbare activa die kunnen dienen als onderpand beliep in 2005 €8,3 biljoen, 7% méér dan in 2004 (zie Grafiek 39). Overheidseffecten vertegenwoordigden 53% van het geheel, terwijl het resterende gedeelte bestond uit door kredietinstellingen uitgegeven, gedekte (waardepapieren van het Pfandbrief-type) of ongedekte obligaties (29%), bedrijfsobligaties (9%), effecten met activa als onderpand (5%), en andere effecten, zoals door supranationale organisaties uitgegeven obligaties (4%). De gemiddelde waarde van de verhandelbare activa die door de tegenpartijen als onderpand voor de krediettransacties van het Eurosysteem werden aange-

Grafiek 40 Als onderpand aangeboden beleenbare verhandelbare activa

(miljarden euro's)



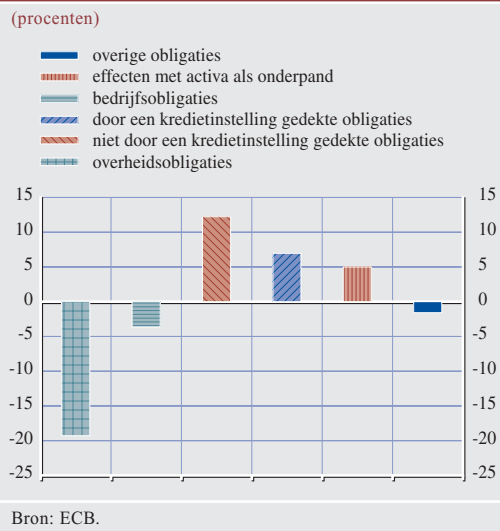
Bron: ECB.

houden, beliep in 2005 €866 miljard, tegen €787 miljard in 2004 (zie Grafiek 40).

Grafiek 41 illustreert het verschil tussen de activa die in aanmerking komen om als onderpand te worden gebruikt en de activa die daadwerkelijk als onderpand fungeren in de krediettransacties van het Eurosysteem, uitgesplitst naar de verschillende types van activa. Overheidseffecten vertegenwoordigden 53% van het beschikbare verhandelbare onderpand, maar slechts 34% van het gebruikte onderpand. Ongedekte obligaties van kredietinstellingen waren daarentegen goed voor 14% van het beschikbare verhandelbare onderpand, maar vertegenwoordigden 27% van het gebruikte onderpand. Waardepapieren met activa als onderpand vertegenwoordigden 5% van het beschikbare, maar 10% van het gebruikte onderpand.

In 2005 deden zich een aantal belangrijke ontwikkelingen voor met betrekking tot het onderpandsbeleid van het Eurosysteem. Ten eerste voltooide het Eurosysteem de herformulering van de beleenbaarheidscriteria voor effecten met activa als onderpand. Dat was nodig omdat

Grafiek 41 Verschil tussen het aandeel in het aangeboden onderpand en het aandeel in de beleenbare verhandelbare activa in 2005



de effecten met activa als onderpand een steeds belangrijker bron van onderpand worden in de transacties van het Eurosysteem, en de tegenpartijen meer transparantie vroegen aangaande de soorten van effecten met activa als onderpand die worden aanvaard. De aangepaste criteria werden bekendgemaakt in januari 2006 en zullen van toepassing zijn vanaf mei 2006. De effecten met activa als onderpand die momenteel op de lijst van beleenbare activa staan, maar niet aan de criteria beantwoorden, zullen tegen oktober 2006 geleidelijk worden geschrapt.

Het Eurosysteem heeft ook de minimale kredietnorm geëxpliciteerd die sedert de invoering van de eenheidsmunt consequent wordt toegepast voor het accepteren van activa als onderpand, namelijk minstens een “single A”-rating van één van de drie belangrijkste internationale ratingbureaus. De “single A”-rating stemt overeen met een lange-termijnrating van minstens A- van Standard & Poor’s of Fitch Ratings, of minstens A3 van Moody’s. Daarbij werd eveneens verduidelijkt dat deze vereisten zowel gelden voor de emittenten uit de overheidssector als voor die uit de particuliere sector.

Er werd eveneens vooruitgang geboekt in de richting van het opstellen van een enkelvoudige

onderpandslijst, die geleidelijk het huidige onderpandssysteem met twee lijsten zal vervangen. De enkelvoudige lijst zal naar verwachting de beschikbaarheid van onderpand doen toenemen, gelijkwaardige concurrentievoorwaarden in het eurogebied bevorderen, de gelijke behandeling van tegenpartijen en emittenten verder aanmoedigen en de algehele transparantie van het onderpandskader versterken. De eerste twee belangrijke maatregelen met het oog op de invoering van de eenheidslijst werden in 2005 van kracht:

- Ten eerste werd op 30 mei een lijst gepubliceerd van niet-gereguleerde markten die voor het Eurosysteem aanvaardbaar zijn vanuit het oogpunt van het onderpandsbeheer. De lijst kan worden geraadpleegd op de website van de ECB en zal minstens één keer per jaar worden bijgewerkt. Activa die enkel genoteerd of verhandeld worden op niet-gereguleerde markten die niet op deze lijst voorkomen, zullen tot mei 2007 aanvaardbaar blijven. Nadien zullen ze niet meer als onderpand worden aanvaard.
- Ten tweede werd op 1 juli een nieuwe categorie van voorheen niet geaccepteerd onderpand aan lijst 1 toegevoegd, namelijk in euro luidende schuldbewijzen die worden uitgegeven door emittenten gevestigd in niet tot de EER behorende G10-landen. Het totale bedrag aan nieuw beleenbaar onderpand beliep eind 2005 €137 miljard. Het gebruik van deze nieuwe instrumenten nam tijdens de tweede helft van 2005 geleidelijk toe, tot €5,3 miljard tegen eind december.

In februari 2005 kondigde de Raad van Bestuur aan dat de volgende stap naar de enkelvoudige lijst – de opname van bankleningen – volgens het hieronder beschreven tijdschema zou worden uitgevoerd:

- Vanaf 1 januari 2007 zullen bankleningen in alle landen van het eurogebied aanvaard worden als onderpand voor krediettransacties van het Eurosysteem. Op dat ogenblik zullen de gemeenschappelijke beleenbaar-

heidscriteria en het kredietbeoordelingskader van het Eurosysteem van kracht worden. Het kredietbeoordelingskader bestaat uit een reeks procedures en reglementen die moeten worden nageleefd opdat alle beleenbaar onderpand op de toekomstige eenheidslijst aan strenge kredietnormen beantwoordt (zie verderop).

- Tussen 1 januari 2007 en 31 december 2011 zal een intermediair stelsel van kracht zijn, waarin elke NCB van het eurogebied de drempelwaarde zal kunnen bepalen waarboven leningen voor onderpandsdoeleinden in aanmerking komen en kan beslissen of er behandelingskosten moeten worden aangerekend.
- Vanaf 1 januari 2012 zal een eenheidsstelsel van kracht worden voor het gebruik van bankleningen als onderpand, met een gemeenschappelijke minimumdrempel van €500.000.

In juli 2005 keurde de Raad van Bestuur de algemene beleenbaarheidscriteria goed waaraan bankleningen zullen moeten beantwoorden en in november 2005 stemde de Raad tevens in met de kernelementen van het kredietbeoordelingskader van het Eurosysteem, dat moet verzekeren dat de debiteuren voldoen aan de strenge normen van het Eurosysteem inzake financiële gezondheid. Momenteel wordt gewerkt aan de tenuitvoerlegging van het kader voor de bankleningen. De definitieve technische en operationele details met betrekking tot de opname van bankleningen zullen in de eerste helft van 2006 worden bekendgemaakt.

PROBLEMEN INZAKE RISICOBEEHER

Bij de uitvoering van krediettransacties in het kader van het monetaire beleid of de betalingssystemen, loopt het Eurosysteem zowel krediet- als marktrisico's wegens het potentieel in gebreke blijven van een tegenpartij. Deze risico's worden getemperd door de verplichting om toereikend onderpand te verschaffen, zoals bepaald door Artikel 18.1 van de ESCB-statuten, alsook door een passende waardering van



het onderpand en door risicobeheersingsmaatregelen.

Het kredietbeoordelingskader van het Eurosysteem zal op 1 januari 2007 in werking treden. Het berust op vier bronnen voor de beoordeling van de kredietkwaliteit: externe kredietbeoordelingsinstellingen, de interne kredietbeoordelingssystemen van de NCB's, systemen op basis van de interne ratings van de tegenpartijen en ratinginstrumenten van derde partijen. Consistentie, accuraatheid en vergelijkbaarheid zullen de basisbeginselen zijn waarop het kredietbeoordelingskader van het Eurosysteem berust.

Om ervoor te zorgen dat deze basisbeginselen worden toegepast, zullen alle bronnen voor de beoordeling van de kredietkwaliteit aan bepaalde criteria moeten beantwoorden. Bovendien zal gebruik worden gemaakt van een reeks technische specificaties en instrumenten – waaronder een kredietkwaliteitsdrempel en een controle- en rapportageprocedure voor het goed functioneren van de kredietbeoordeling – om te waarborgen dat het beleenbaar onderpand voldoet aan de minimumnormen inzake kredietwaardigheid.

Wat de benchmark voor kredietrisico betreft, zal het Eurosysteem in principe enkel schuldinstrumenten aanvaarden van kredietnemers:

- met minstens een “single A”-rating van een van de drie belangrijkste internationale ratingbureaus; of
- met een wanbetalingsrisico van niet meer dan 0,10%, met andere woorden de kredietnemers die behoren tot een risicocategorie met een verwachte wanbetalingsgraad van hoogstens 0,10% in een tijdsbestek van een jaar.

Deze definitie geldt in gelijke mate voor emitenten uit de particuliere sector en voor emitenten uit de overheidssector, zoals vereist door Artikel 102 van het Verdrag, dat de ECB verbiedt gunstiger voorwaarden te verlenen aan schuldinstrumenten van de overheidssector.

1.2 DEVIEZENTRANSACTIES

In 2005 ondernam de ECB om beleidsredenen geen interventies op de valutamarkt. Haar deviezentransacties hielden uitsluitend verband met investeringsactiviteiten. Voorts verrichtte de ECB geen deviezentransacties in niet tot het eurogebied behorende valuta's die deelnemen aan het ERM II.

In 2005 werd vijf keer gebruik gemaakt van de vaste overeenkomst tussen de ECB en het IMF. Krachtens deze overeenkomst kan het IMF namens de ECB transacties in bijzondere trekingsrechten (SDR-special drawing rights) initiëren met andere houders van bijzondere trekingsrechten.

1.3 INVESTERINGSACTIVITEITEN

De investeringsactiviteiten van de ECB zijn zodanig georganiseerd dat er geen vertrouwelijke informatie over het centrale-bankbeleid kan worden gebruikt bij het nemen van de investeringsbeslissingen. Een reeks regels en procedures, bekend als de Chinese Wall, schermt de zich met investeringen bezighoudende ECB-eenheden af van de andere ECB-afdelingen.

BEHEER VAN EXTERNE RESERVES

De deviezenportefeuille van de ECB weerspiegelt de overdrachten van externe reserves van de NCB's van het eurogebied aan de ECB, alsook de vroegere deviezen- en goudtransacties van de ECB. Het belangrijkste doel van de deviezenreserves van de ECB is het vergemakkelijken van ECB-interventies op de valutamarkt. De doelstellingen voor het beheer van de externe reserves van de ECB zijn, in volgorde van belang, liquiditeit, veiligheid en rendement. In 2005 werden de externe reserves van de ECB gedecentraliseerd beheerd, waarbij elke NCB een gedeelte van de ECB-portefeuille aanhield en actief beheerde.

De deviezenportefeuille van de ECB bestaat vooral uit Amerikaanse dollars, maar omvat ook Japanse yen, goud en bijzondere trekingsrechten. De tegoeden in goud en in bijzondere trekingsrechten werden in 2005 niet actief geïnvesteerd. De ECB verkocht in totaal 47 ton goud. Deze goudverkoop waren volledig in overeenstemming met de goudovereenkomst tussen de centrale banken van 27 september 2004, die door de ECB werd ondertekend. De waarde van de officiële externe reserves van de ECB tegen de huidige wisselkoersen en marktprijzen steeg van €35,1 miljard eind 2004 tot €41,0 miljard eind 2005. De waardeverandering van de portefeuille in 2005 weerspiegelde vooral de appreciatie van de Amerikaanse dollar en het goud ten opzichte van de euro, alsook de opbrengsten (bestaande uit kapitaalwinsten en rentebaten) van het portefeuillebeheer.

In januari 2006 werd een nieuw operationeel kader van kracht voor het beheer van de externe reserves van de ECB. De veranderingen in het kader moeten de efficiëntie van de gedecentraliseerde uitvoering van investeringsactiviteiten binnen het Eurosysteem verhogen. Op het vlak van het operationele beheer van de externe reserves van de ECB (dat wil zeggen de uitvoering van transacties om die middelen te beleggen) kan elke NCB van het eurogebied nu in principe slechts één portefeuille beheren (ofwel een portefeuille in Amerikaanse dollar ofwel een portefeuille in Japanse yen). Twee NCB's

beheren echter elk twee portefeuilles. Voorts kan een NCB van het eurogebied ervoor kiezen zich terug te trekken uit het operationele beheer van de externe reserves van de ECB en toch nog meewerken aan activiteiten van het strategische portefeuillebeheer, zoals herzieningen van de strategische benchmark en van het risicobeheersingskader. De NCB's van het eurogebied die ervoor kiezen deel te nemen aan het operationele beheer kunnen deze activiteiten ook in een pool onderbrengen.

In 2005 werd verder gewerkt aan de uitbreiding van de lijst van beleenbare instrumenten waarin de externe reserves kunnen worden belegd. Begin 2006 werden deviezenswaps en Amerikaanse STRIP's⁴ aan deze lijst toegevoegd. Tevens werd voorbereidend werk verricht voor de opname van renteswaps in deze lijst.

BEHEER VAN HET EIGEN VERMOGEN

De eigen-vermogensportefeuille van de ECB bestaat uit het gestorte aandeel van het geplaatste kapitaal en het algemene reservefonds van de ECB. De bedoeling van deze portefeuille is de ECB een reserve te verschaffen om eventuele verliezen op te vangen. Het beheer ervan moet op de lange termijn opbrengsten genereren die hoger zijn dan de gemiddelde basisherfinancieringsrente van de ECB. In 2005 werd de lijst van emittenten van toegestane beleggingsinstrumenten verder uitgebreid in het segment van de zeer hoogwaardige agentschappen en gedekte obligaties. Begin 2006 werden obligaties zonder onderpand, uitgegeven door ondernemingen uit de financiële sector met een hoge kredietbeoordeling, toegevoegd aan de lijst met beleggingsmogelijkheden.

De eigen-vermogensportefeuille van de ECB tegen marktprijzen groeide van €6,1 miljard eind 2004 tot €6,4 miljard eind 2005, als gevolg van de opbrengsten uit het portefeuillebeheer in de vorm van kapitaalwinsten en rentebaten.

PROBLEMEN INZAKE RISICIBEHEER

Het kader dat de ECB gebruikt voor de beperking van haar financiële risico's (zoals markt-, krediet- en liquiditeitsrisico's) wordt onder

meer ten uitvoer gelegd via strikte beleidscriteria (zoals beperkingen inzake looptijd, valuta-verdeling en minimale portefeuilleliquiditeit) en een gedetailleerd systeem van limieten, waarvan de naleving dagelijks wordt gecontroleerd. In 2005 werden voorbereidingen getroffen voor de invoering van Value-at-Risk (VaR)⁵ als het belangrijkste instrument voor het bepalen van drempels voor de risico's die gepaard gaan met de handelsposities van de portefeuillebeheerders in verhouding tot de referentieportefeuilles van de ECB. VaR biedt verscheidene conceptuele voordelen en heeft als veelomvattende risicomaatstaf ruime populariteit verworven in de financiële sector. Dat wordt eveneens bevestigd door het belang dat hieraan wordt toegekend in het Nieuw Bazels Kapitaalakkkoord, in het kader van de berekening van de kapitaalvereisten.

4 STRIP staat voor Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities. Het zijn effecten die ontstaan door het kapitaal van een obligatie af te splitsen van de rentebetalingen in een Amerikaanse overheidsobligatie.

5 VaR wordt omschreven als het bedrag van het verlies dat met een bepaalde waarschijnlijkheidsfactor kan worden overschreden over een vooraf vastgestelde termijn. Bijvoorbeeld, de 99% VaR op één jaar is het verlies dat met een waarschijnlijkheidsfactor van slechts 1% zal worden overschreden binnen het jaar.

2 BETALINGSVERREKENINGS- EN EFFECTENAFWIKKELINGSSYSTEMEN

Het Eurosysteem heeft de statutaire taak om de goede werking van het betalingsverkeer te bevorderen. Het belangrijkste instrument voor het vervullen van die taak bestaat – naast het uitoefenen van toezicht – uit het aanbieden van faciliteiten voor het afwickelen van betalingen en effectentransacties. Daartoe heeft het Eurosysteem TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer-systeem) tot stand gebracht, een real-time gross settlement-systeem (RTGS-systeem) voor grote betalingen in euro. TARGET is de afgelopen jaren verbeterd, en thans wordt gewerkt aan de ontwikkeling van een systeem van de tweede generatie, TARGET2.

In augustus 2005 heeft de ECB een beleidsdocument uitgebracht onder de titel “Levering van retailbetalingsdiensten in euro door centrale banken aan kredietinstellingen”. Daarin werd verwezen naar de steun die het Eurosysteem, krachtens de statuten, verleent aan het ter beschikking stellen aan kredietinstellingen van faciliteiten voor het verwerken van in euro luidende retailbetalingen, en werd onder meer opgemerkt dat nationale centrale banken die retailbetalingsdiensten verlenen aan kredietinstellingen terdege rekening houden met de door de desbetreffende markt gestelde eisen alsmede met het concurrerende karakter van die markt, met inbegrip van kostendeckking.

Voor de afwikkeling van effectentransacties worden door het Eurosysteem en de markt verscheidende mogelijkheden geboden om het grensoverschrijdend gebruik van onderpand te vergemakkelijken.

2.1 TARGET

Het huidige TARGET-systeem is een “systeem van systemen”, opgebouwd uit de nationale RTGS-systemen van zestien lidstaten van de EU, het betalingsmechanisme van de ECB (EPM) en een koppelingsmechanisme dat het mogelijk maakt tussen de gekoppelde systemen betalingen te verwerken.

In 2005 heeft TARGET verder bijgedragen aan de integratie van de eurogeldmarkt en, omdat de krediettransacties van het Eurosysteem via dit systeem worden verwerkt, heeft TARGET wederom een belangrijke rol gespeeld bij de soepele tenuitvoerlegging van het gemeenschappelijke monetaire beleid. Vanwege de door het systeem geboden real-time verrekening in centrale-bankgeld en de brede marktdekking wordt TARGET ook gebruikt voor een verscheidenheid aan andere betalingen. TARGET heeft in 2005 soepel en goed gefunctioneerd, waarbij de tendens naar de verrekening van een toenemend aantal grote betalingen in euro is voortgezet, conform de beleidsdoelstelling van het Eurosysteem om verrekening in centrale-bankgeld te bevorderen als een uitzonderlijk veilige manier van betalen. In 2005 werd 89% van de totale omzet aan grote betalingen in euro via TARGET verwerkt. TARGET kan worden gebruikt voor alle in euro luidende overboekingen tussen aangesloten banken, waarbij ten aanzien van het bedrag geen boven- of ondergrens geldt. Dergelijke overboekingen kunnen worden verricht zowel tussen banken binnen een en dezelfde lidstaat van de EU (binnenlandse betalingen) als tussen banken in verschillende lidstaten van de EU (grensoverschrijdende betalingen).

Volgens een in 2005 gehouden enquête telde TARGET per 31 december 2005 10.564 deelnemers. In totaal kunnen rond 53.000 instellingen, vooral bijkantoren van deelnemers, via TARGET worden bereikt met behulp van een Bank Identifier Code (BIC).

DOOR TARGET VERWERKTE TRANSACTIES

In 2005 zijn de gemiddeld door TARGET per dag verwerkte betalingen zowel in aantal als in waarde met 10% gestegen. In Tabel 12 wordt een overzicht gegeven van het door TARGET in 2005 verwerkte betalingsverkeer, waarbij ook een vergelijking wordt gemaakt met 2004.

In 2005 bereikte de algehele beschikbaarheid van TARGET, d.w.z. de tijd dat TARGET gedurende de openingsuren door de deelnemers zonder incidenten kon worden gebruikt, een niveau

Tabel 12 Betalingsverkeer in TARGET ¹⁾

Aantal betalingen	2004	2005	Mutatie (%)
Totaal generaal			
Totaal	69.213.486	76.150.602	9
Daggemiddelde	267.234	296.306	10
Binnenlands²⁾			
Totaal	52.368.115	58.467.492	10
Daggemiddelde	202.193	227.500	11
Grensoverschrijdend			
Totaal	16.845.371	17.683.110	5
Daggemiddelde	65.040	68.806	5
Betrag (EUR miljard)			
Totaal generaal			
Totaal	443.992	488.900	9
Daggemiddelde	1.714	1.902	10
Binnenlands²⁾			
Totaal	297.856	324.089	8
Daggemiddelde	1.150	1.261	9
Grensoverschrijdend			
Totaal	146.137	164.812	11
Daggemiddelde	564	641	12

Bron: ECB.

1) 259 werkdagen in 2004 en 257 werkdagen in 2005.

2) Met inbegrip van het betalingsverkeer van deelnemers op afstand.

van 99,83% (zie Tabel 13). Gemiddeld werd 95,59% van de grensoverschrijdende betalingen binnen vijf minuten verwerkt.

NOODVOORZIENINGEN BINNEN TARGET VOOR STELSELKRITISCHE BETALINGEN

Als gevolg van de centrale rol die TARGET binnen de markt speelt en de door het systeem geboden brede marktdekking, is het voor een betrouwbare en soepele werking ervan van essentieel belang dat een gedegen bescherming wordt geboden tegen een groot aantal bedreigingen. Het is van het allergrootste belang dat stelselkritische betalingen – d.w.z. betalingen die, als ze niet tijdig worden verwerkt, een systeemrisico met zich meebrengen – onverwijld worden uitgevoerd, ook onder abnormale omstandigheden. Het Eurosysteem heeft noodvoorzieningen getroffen om te waarborgen dat dergelijke betalingen op ordelijke wijze worden verwerkt, ook als TARGET niet zou functioneren. In 2005 zijn wederom door centrale banken proeven uitgevoerd (veelal met inschakeling van commerciële banken), waarbij de goede werking van de noodvoorzieningen bin-

Tabel 13 Algehele beschikbaarheid van TARGET

RTGS-systeem		2005
(%)		
EPM (ECB)		99,52
ELLIPS (BE)		99,66
KRONOS (DK)		99,84
RTGSplus (DE)		99,24
HERMES euro (GR)		99,80
SLBE (ES)		99,93
TBF (FR)		99,62
IRIS (IE)		99,93
BI-REL (IT)		99,89
LIPS-Gross (LU)		99,93
TOP (NL)		100,00
ARTIS (AT)		99,86
SORBNET-EURO (PL)		100,00
SPGT (PT)		99,97
BOF-RTGS (FI)		99,98
E-RIX (SE)		99,89
CHAPS Euro (UK)		99,97
Algehele beschikbaarheid van TARGET		99,83

Bron: ECB.

nen TARGET is vastgesteld. De proeven hebben uitgewezen dat het Eurosysteem goed in staat is te waarborgen dat de betalingssystemen en de financiële markten in een crisissituatie zonder problemen blijven functioneren.

KOPPELING NIEUWE EU-LIDSTATEN AAN TARGET

In oktober 2002 heeft de Raad van Bestuur besloten dat, na uitbreiding van de EU, de nationale centrale banken van de nieuwe lidstaten de mogelijkheid – maar niet de verplichting – zouden krijgen tot aansluiting op het huidige TARGET-systeem. Gezien de beperkte resterende levensduur van TARGET in zijn huidige vorm en met het oog op kostenbesparing heeft het Eurosysteem alternatieven voor volledige integratie ontwikkeld, waardoor de systemen van de nieuwe lidstaten aan het huidige TARGET-systeem gekoppeld kunnen worden.

Polen heeft als eerste nieuwe lidstaat een koppeling met TARGET tot stand gebracht. Op 7 maart 2005 is het in euro werkende RTGS-systeem van Narodowy Bank Polski (SORBNET-EURO) op TARGET aangesloten via het RTGS-systeem van de Banca d'Italia (BI-REL).

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

Het ESCB onderhoudt nauwe betrekkingen met de gebruikers van TARGET om te waarborgen dat aan de wensen van deze gebruikers terdege aandacht wordt geschonken en dat daaraan op passende wijze wordt tegemoetgekomen. Evenals in voorgaande jaren zijn in 2005 geregeld bijeenkomsten gehouden tussen de zestien aan TARGET gekoppelde nationale centrale banken en de nationale TARGET-gebruikersgroepen. Daarnaast zijn gezamenlijke bijeenkomsten gehouden van de TARGET2 Werkgroep van het ESCB en de TARGET Werkgroep van het Europese bankwezen om over operationele onderwerpen met betrekking tot TARGET te spreken. Strategische onderwerpen zijn behandeld in de Contact Group on Euro Payments Strategy, waarin hoge functionarissen van commerciële en centrale banken zitting hebben. Het Euro-systeem onderhoudt als beheerder van een van de grootste RTGS-systemen ter wereld nauwe contacten met de beheerders van dergelijke systemen in andere muntgebieden. De toenemende gezamenlijke belangen, onder meer als gevolg van de activiteiten in het kader van Continuous Linked Settlement, hebben aanleiding gegeven tot een behoefte aan gezamenlijke besprekingen over operationele aangelegenheden.

2.2 TARGET2

Op 8 februari 2005 heeft de ECB het eerste voortgangsverslag betreffende TARGET2 gepubliceerd. Het verslag bevatte informatie over de door de Raad van Bestuur in december 2004 genomen beslissingen ten aanzien van de dienstverlening door TARGET2, het algemene tarievenstelsel voor de kerndiensten en de migratie naar TARGET2. Het verslag bood tevens een overzicht van de algehele projectplanning.

Het tweede voortgangsverslag betreffende TARGET2 is gepubliceerd op 21 oktober 2005, en presenteerde de beslissingen die door de Raad van Bestuur waren genomen voornamelijk

ten aanzien van de geplande startdatum van TARGET2, de data voor de verschillende migratiegroepen, en het voorziene tarievenstelsel voor de faciliteit om liquiditeit te “poolen” en verrekening in derdensystemen. Het verslag presenteerde eveneens een tarievenstelsel voor de door TARGET2 aan te bieden kerndiensten, dat met de banksector zal worden besproken alvorens een definitief besluit wordt genomen. Het verslag verschafte tevens nadere details ten aanzien van het tijdschema van de TARGET2-werkdagen en de lopende werkzaamheden aan de voorzieningen bij noodgevallen.

Het belangrijkste voorbereidende werk dat in 2005 is uitgevoerd voor TARGET2 betrof het ontwikkelen van de functiespecificaties. Een tussentijdse versie van de Gedetailleerde Functiespecificaties van Gebruikers werd eind augustus 2005 afgerond, in nauwe samenwerking met TARGET-gebruikers. De definitieve Gedetailleerde Functiespecificaties van Gebruikers (versie 2.0) zijn op 30 november voor gebruikers beschikbaar gekomen. Deze definitieve vaststelling maakte het mogelijk dat voortuitgang kon worden geboekt met zowel de ontwikkeling en technische implementatie van het gemeenschappelijke platform voor TARGET2 als met de aanpassing van de interne systemen van de individuele deelnemers voor aansluiting aan het nieuwe systeem.

Wat betreft de geplande startdatum van TARGET2, heeft de Raad van Bestuur op 17 juni 2005 de markt laten weten dat de periode van uitgebreide raadpleging van gebruikers was afgerond en dat de startdatum voor de eerste landengroep in de tweede helft van 2007 zou liggen. Na een grondige beoordeling van de planning voor TARGET2 werd 19 november 2007 vastgesteld als de startdatum voor de migratie van de eerste groep van landen. Alle centrale banken die aan TARGET2 deelnemen, samen met hun nationale banksectoren, zullen, zo is de verwachting, niet later dan mei 2008 van het nieuwe systeem gebruik maken. Sveriges Riksbank en de Bank of England hebben besloten zich niet bij TARGET2 aan te sluiten.

Een ander belangrijk werkterrein in 2005 werd gevormd door de voorbereidingen op de komende test- en migratiewerkzaamheden. Het Eurosysteem is overeengekomen de migratie in vier golven te doen plaatsvinden, waarbij de laatste golf uitsluitend is gereserveerd voor eventuele nooddoeleinden. Elke golf bestaat uit een groep nationale centrale banken en hun respectieve banksectoren. De geplande data voor elke migratiegolf zijn als volgt: 19 november 2007, 18 februari 2008, 19 mei 2008 en 15 september 2008 (ingeval gebruik moet worden gemaakt van de golf voor eventuele nooddoeleinden). In mei 2005 heeft het Eurosysteem nationale migratieprofielen gepubliceerd die het gebruik van de verschillende modules beschrijven vanaf de datum waarop de centrale banken naar TARGET2 migreren. De tests zullen overeenkomstig de migratiegolven worden uitgevoerd met TARGET2-gebruikers. Voor elke golf zullen de tests worden opgesplitst in verschillende stromingen, bijvoorbeeld op institutioneel niveau, op het niveau van de nationale banksectoren en op Europees niveau. De testwerkzaamheden met de centrale banken staan voor begin 2007 op het programma. Eind oktober 2005 is een gedetailleerde beschrijving van de planning en de organisatorische aspecten van de gebruikerstestwerkzaamheden gepubliceerd op de websites van de nationale centrale banken.

Het voorziene tarievenstelsel voor de kerndiensten van TARGET2 beoogt aan twee hoofddoelstellingen te voldoen. Ten eerste dient het brede toegang tot het systeem te waarborgen; dit betekent dat het kleinere instellingen niet van rechtstreekse deelname dient te weerhouden. Ten tweede dienen de tarieven aantrekkelijk te zijn voor de belangrijkste marktdeelnemers, die een zeer groot deel van de huidige TARGET-transacties voor hun rekening nemen. Het in het tweede voortgangsverslag gepresenteerde tarievenstelsel stelt deelnemers in staat te kiezen tussen 1) een laag maandtarief van €100 plus een vast tarief van €0,80 per transactie en 2) een maandtarief van €1.250 plus een op het transactievolume gebaseerd degressief tarief variërend van €0,60 tot €0,20 per transactie. Het maandtarief is een vast bedrag dat door iedere deelne-



mer per verrekeningsrekening betaald dient te worden. De gemiddelde tarieven in het voorziene tarievenstelsel zijn in bijna alle betrokken landen aanzienlijk lager dan die in het bestaande TARGET-systeem. Alle centrale banken, ongeacht hun individuele migratiedata, zullen de TARGET2-prijzen alleen dan toepassen wanneer de landen in de derde migratiegroep zich hebben aangesloten bij het gemeenschappelijke platform, d.w.z. vanaf mei 2008.

Ook is gewerkt aan contractuele en andere juridische kwesties in verband met TARGET2, alsmede aan het bedrijfskader (bijvoorbeeld voorzieningen voor noodgevallen en interactie met derdensystemen). Het Eurosysteem zal zijn productieve dialoog en nauwe samenwerking met de TARGET-gemeenschap voor de rest van het project blijven voortzetten en zal regelmatig verslag uitbrengen over de geboekte vooruitgang.

2.3 GRENDOVERSCHRIJDEND GEBRUIK VAN ONDERPAND

Beleenbare activa kunnen over de nationale grenzen heen worden gebruikt als onderpand bij alle categorieën krediettransacties van het Eurosysteem, in hoofdzaak via het correspondentenmodel voor centrale banken of ook wel via goedgekeurde koppelingen tussen effectenafwikkelingssystemen in het eurogebied. Het correspondentenmodel voor centrale banken

wordt aangeboden door het Eurosysteem, terwijl de goedgekeurde koppelingen een initiatief vanuit de markt betreffen.

Het bedrag aan door het Eurosysteem aangehouden grensoverschrijdend onderpand is gestegen van €370 miljard in december 2004 tot €444 miljard in december 2005. Al met al maakte het grensoverschrijdende onderpand per ultimo 2005 49,1% uit van het totale aan het Eurosysteem verstrekte onderpand. Deze cijfers bevestigen de in eerdere jaren waargenomen tendens tot toenemende integratie van de financiële markten in het eurogebied en de groeiende bereidheid van tegenpartijen om activa die in een ander euroland zijn uitgegeven in portefeuille te houden.

HET CORRESPONDENTENMODEL VOOR CENTRALE BANKEN

Het correspondentenmodel voor centrale banken was wederom het belangrijkste instrument voor de grensoverschrijdende overdracht van onderpand bij de monetaire-beleidstransacties en krediettransacties van het Eurosysteem gedurende de werkdag. Het model nam 36,7% van het totale in 2005 aan het Eurosysteem verstrekte onderpand voor zijn rekening. De via het correspondentenmodel voor centrale banken in bewaring gehouden activa zijn toegenomen van €298 miljard per ultimo 2004 tot €353 miljard per ultimo 2005.

Met de werkzaamheden ter herziening van het technische en operationele kader van het correspondentenmodel voor centrale banken is in 2005 een aanvang gemaakt, gezien de komende tenuitvoerlegging van het nieuwe onderpandkader van het Eurosysteem dat door de Raad van Bestuur in juli 2005 is goedgekeurd. Dit kader voorziet in een enkelvoudige lijst van beleenbare activa en maakt het mogelijk dat bankleningen in elk euroland als onderpand kunnen worden gebruikt. Voorts zijn eerste maatregelen genomen om enkele van de nieuwe lidstaten van de EU in het correspondentenmodel voor centrale banken te integreren met het oog op de toekomstige uitbreiding van het eurogebied.

Aangezien er vanuit de markt geen volwaardig alternatief wordt geboden voor het correspondentenmodel voor centrale banken, dat bij ontstentenis van een het gehele eurogebied omspannende oplossing vanuit de markt als tussenoplossing was opgezet, is de ECB begonnen met een analyse van de mogelijkheden het operationele kader voor het onderpandbeheer binnen het Eurosysteem verder te ontwikkelen.

GOEDGEKEURDE KOPPELINGEN TUSSEN NATIONALE EFFECTENAFWIKKELINGSSYSTEMEN

Nationale effectenafwikkelingsystemen kunnen door middel van contractuele en operationele regelingen worden gekoppeld om de grensoverschrijdende overdracht van beleenbare effecten tussen die systemen mogelijk te maken. Als beleenbare effecten eenmaal via dergelijke koppelingen aan een ander effectenafwikkelingssysteem zijn overgedragen, kunnen zij op basis van de plaatselijke procedures op dezelfde wijze worden gebruikt als binnenlands onderpand. Momenteel zijn voor tegenpartijen 59 koppelingen beschikbaar, waarvan slechts een beperkt aantal actief wordt benut. Bovendien bestrijken deze koppelingen slechts een deel van het eurogebied. Koppelingen mogen worden gebruikt voor de krediettransacties van het Eurosysteem wanneer zij voldoen aan de negen gebruikersnormen van het Eurosysteem.⁶ Het Eurosysteem beoordeelt nieuwe koppelingen of aanpassingen van goedgekeurde koppelingen op basis van deze normen. In 2005 werden drie bestaande koppelingen aangepast en goedgekeurd.

Het via koppelingen aangehouden onderpand is toegenomen van €72 miljard in december 2004 tot €91 miljard in december 2005. Dit maakte 8,6% uit van het totale door het Eurosysteem in 2005 aangehouden grensoverschrijdende en binnenlandse onderpand.

In 2005 heeft het Eurosysteem besloten dat indirecte koppelingen tussen effectenafwikkelingsystemen mogen worden gebruikt voor de grensoverschrijdende overdracht van onderpand

⁶ "Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations", januari 1998.

aan het Eurosysteem. Een indirecte koppeling is een contractuele en technische regeling waardoor twee niet rechtstreeks met elkaar gekoppelde effectenafwikkelingssystemen een transactie via een derde effectenafwikkelingssysteem kunnen afwickelen. Om te voorkomen dat het Eurosysteem daarbij onaanvaardbare risico's loopt, zal een door marktdeelnemers gebruikte indirecte koppeling alleen dan als goedgekeurd worden beschouwd als de koppeling zelf en de daardoor gekoppelde effectenafwikkelingssystemen aan de gebruikersnormen van het Eurosysteem voldoen. In dit kader is een methodiek ontwikkeld op basis waarvan het Eurosysteem indirecte koppelingen beoordeelt. Met een eerste reeks beoordelingen van indirecte koppelingen is in 2005 een aanvang gemaakt.

3 BANKBIJETTEN EN MUNTEN

3.1 DE OMLOOP VAN EUROBANKBIJETTEN EN EUROMUNTEN EN DE GELDVERWERKING

VRAAG NAAR EUROBANKBIJETTEN EN -MUNTEN

In 2005 steeg de waarde van de eurobankbiljetten in omloop met €63,9 miljard tot €565,2 miljard (zie Grafiek 42). De stijging op jaarbasis daalde tot ongeveer 12,8%, van 15,0% in 2004. Het aantal bankbiljetten in omloop was eind 2005 tot 10,4 miljard gestegen, hetgeen een groeitempo op jaarbasis betekent van 7,4%, vergeleken met een van 6,8% in 2004 (zie Grafiek 43). Statistische analyses geven aan dat de aanhoudende stijging van de vraag naar eurobankbiljetten in zekere mate voortkomt uit markten buiten het eurogebied. Naar schatting tussen 10% en 20% van de waarde van de eurobankbiljetten in omloop wordt aangehouden door ingezetenen van landen die niet tot het eurogebied behoren, voornamelijk als waardeopslag of als een parallelvaluta.

De waarde van de eurobankbiljetten in omloop bleef in 2005 sterker groeien dan het aantal ervan, zoals vanaf de invoering van de euro elk jaar het geval is geweest. Dit duidt op een blijvende sterke vraag naar de hoge coupures van de eurobankbiljetten. De groeipatronen van de individuele coupures kwamen overeen met die in 2004: de omloop van de biljetten van €5, €10, €20 en €200 steeg gematigd, met percentages tussen 3,1% en 3,9%, terwijl de omloop van de

biljetten van €50, €100 en €500 sterk steeg, met respectievelijk 11,4%, 10,8% en 20,9% (zie Grafiek 44).

De euromunten in omloop zijn vanaf januari 2003 blijven toenemen, zowel in volume als in waarde. In 2005 steeg de waarde van de euromunten in omloop (d.w.z. de netto omloop onder aftrek van door de nationale centrale banken aangehouden voorraden) met 8,5%, van €15,3 miljard tot €16,6 miljard. Het aantal euromunten in omloop steeg met 12,1%, van 56,2 miljard tot 63,0 miljard. De sterke stijging van het aantal munten werd voornamelijk bepaald door een groeiende vraag naar de munten met lage waarde.

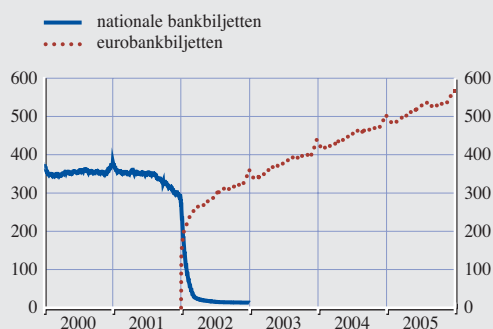
VERWERKING VAN BANKBIJETTEN DOOR HET EUROSISTEEM

In 2005 zette de lichte opwaartse tendens in de uitgifte en ontvangst van eurobankbiljetten die in de voorafgaande jaren te zien is geweest, zich voort. Het totale aantal uitgegeven eurobankbiljetten bedroeg 31,3 miljard, terwijl 30,6 miljard door de nationale centrale banken werden terugontvangen.

Alle eurobankbiljetten die uit de omloop terugkwamen worden op echtheid en hun geschiktheid voor omloop gecontroleerd door de nationale centrale banken van het eurogebied, die daarvoor gebruik maken van volledig geauto-

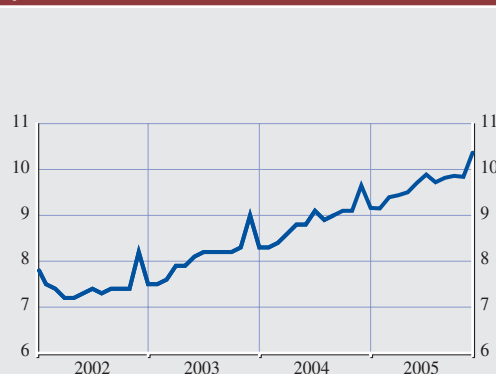
Grafiek 42 Totale waarde van de bankbiljetten in omloop in de periode 2000-2005

(EUR miljard)



Bron: ECB.

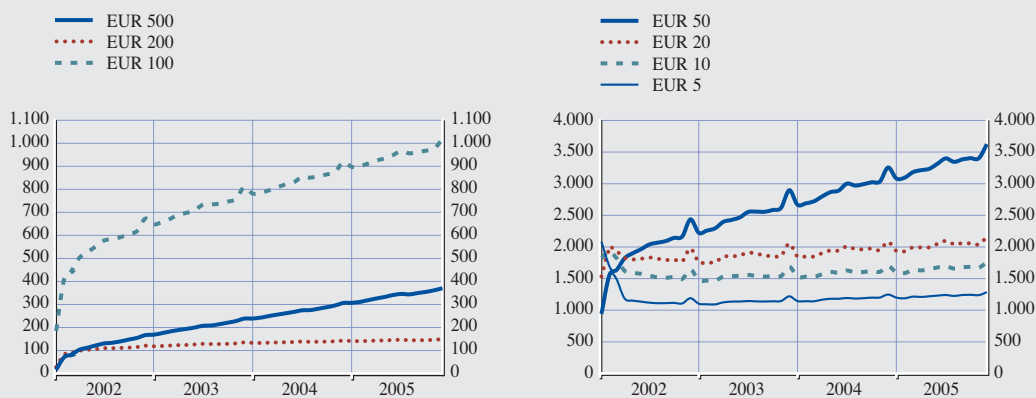
Grafiek 43 Totaal aantal eurobankbiljetten in omloop in de periode 2002-2005



Bron: ECB.

Grafiek 44 Aantal eurobankbiljetten in omloop in de periode 2002-2005

(miljoenen)



Bron: ECB.

matiseerde bankbiljettenverwerkingsmachines. Op deze wijze werden in 2005 ongeveer 1 miljard bankbiljetten meer dan in het voorafgaande jaar gecontroleerd. Rond 4,3 miljard bankbiljetten werden vernietigd aangezien deze vernieuwd of versleten waren en daardoor niet langer geschikt voor de omloop.

3.2 VERVALSING VAN BANKBIJETTEN EN HET BESTRIJDEN VAN VALSEMUNTERIJ

VALSE EUROBIJETTEN

Het aantal gerapporteerde valse eurobankbiljetten is in 2005 stabiel gebleven. Tussen begin 2004 en eind 2005 zijn gemiddeld rond 49.000 valse biljetten per maand uit de circulatie genomen. Het totale aantal door de Nationale Analysecentra⁷ ontvangen vervalste biljetten bedroeg in 2005 rond 582.000. Dit komt nauw overeen met het aantal voor 2004 (594.000). Het grote

publiek kan blijven vertrouwen in de veiligheid van de euro: deze is een goed beschermde valuta, zowel wat betreft de verfijning van de echtheidskenmerken als de doeltreffendheid van de Europese en nationale rechtshandhavers. De ECB adviseert echter het publiek alert te blijven en zich de “voel-kijk-kantel”-test⁸ te blijven herinneren. Grafiek 45 toont de tendens in de uit de omloop genomen vervalsingen van eurobankbiljetten; deze cijfers worden sinds de invoering van de eurobankbiljetten elk half jaar vastgesteld. Tabel 14 laat zien dat het bankbiljet van €50 het meest vervalste biljet is; sinds 2004 is de proportie van €50-vervalsingen toegenomen, terwijl de proportie van €100-vervalsingen een overeenkomstige daling heeft laten zien.

BESTRIJDING VAN VALSEMUNTERIJ

De ECB blijft bij de bestrijding van vervalsing van de euro nauw samenwerken met de nationale centrale banken van het eurogebied, Europol en de Europese Commissie (met name het Europees Bureau voor Fraudebestrijding, OLAF). Zowel in de EU als daarbuiten verzorgt het Eurosysteem actief opleidingen voor professionele geldverwerkers om deze te trainen in

Tabel 14 Uitsplitsing van vervalsingen naar coupure

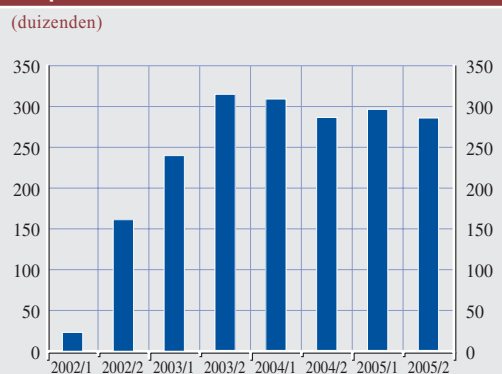
	€ 5	€ 10	€ 20	€ 50
Percentage	1	7	21	59
	€ 100	€ 200	€ 500	Totaal
Percentage	7	4	1	100

Bron: Eurosysteem.

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

8 Voor nadere details, zie <http://www.ecb.int/bc/banknotes/security/html/index.en.html>.

Grafiek 45 Aantal uit omloop genomen vervalsingen van eurobankbiljetten in de periode 2002-2005



Bron: Eurosysteem.

de herkenning en verwerking van valse bankbiljetten.

Het International Counterfeit Deterrence Centre (ICDC) evalueert nieuwe reproductie-apparatuur en systemen voor het bestrijden van valsemunterij en verleent steun aan de Central Bank Counterfeit Deterrence Group (een groep van 27 centrale banken die onder auspiciën van de presidenten van de centrale banken van de G-10 samenwerken). De groei in het gebruik van systemen voor het bestrijden van valsemunterij heeft geleid tot een aanzienlijke groei van de werkzaamheden van het ICDC. De infrastructuur ter ondersteuning van de bestrijding van valsemunterij wordt voortdurend verder ontwikkeld en met name de verbeterde website www.rulesforuse.org heeft de communicatie tussen de uitgevende autoriteiten en het publiek betreffende systemen voor het bestrijden van valsemunterij verbeterd.

3.3 UITGIFTE EN PRODUCTIE VAN BANKBIJETTEN

KADER VOOR HET OPSPOREN VAN VALSE BANKBIJETTEN EN HET SORTEREN VAN BANKBIJETTEN OP KWALITEIT

Om te waarborgen dat de in omloop zijnde bankbiljetten echt zijn en van goede kwaliteit, heeft de ECB in januari 2005 een kader bekendgemaakt voor het opsporen van valse bank-

biljetten en het sorteren op kwaliteit door kredietinstellingen en andere professionele geldverwerkers. In het kader wordt een gemeenschappelijk beleid uiteengezet voor het weer in omloop brengen van door kredietinstellingen en andere professionele geldverwerkers van hun cliënten ontvangen bankbiljetten. Bovendien wordt aan deze instellingen steun geboden bij de vervulling van hun in artikel 6 van Verordening (EG) nr. 1338/2001 van de Raad vastgelegde verplichtingen met betrekking tot het opsporen en buiten omloop stellen van valse eurobankbiljetten. Om te waarborgen dat het kader binnen het gehele Eurosysteem op uniforme wijze ten uitvoer zal worden gelegd, heeft de Raad van Bestuur in december 2005 een procedurehandboek vastgesteld. De nationale centrale banken zullen de verantwoordelijkheid dragen voor de tenuitvoerlegging van het kader, een en ander met inachtneming van de nationale omstandigheden (zoals de economische omgevingsfactoren, de structuur van het bankwezen, het bestaande netwerk van agentschappen van de nationale centrale bank en de rol van de nationale centrale bank bij de chartale cyclus), uiterlijk eind 2006. Daarnaast zal voor de aanpassing van de thans bij kredietinstellingen en andere professionele geldverwerkers in gebruik zijnde procedures en apparatuur een overgangsperiode van twee jaar gelden, die uiterlijk ultimo 2007 ten einde zal lopen.

Essentieel binnen het kader is de verplichting van kredietinstellingen en andere professionele geldverwerkers om alle van hun cliënten ontvangen en aan andere cliënten weer uitgegeven eurobankbiljetten te controleren op echtheid en, op basis van minimum sorteernormen, geschiktheid om weer in omloop te worden gebracht. In die gevallen waarin kredietinstellingen en andere professionele bankbiljettenverwerkers besluiten bankbiljetten niet weer opnieuw in omloop te brengen, behouden zij de mogelijkheid om in hun behoeften aan eurobankbiljetten te laten voorzien door de nationale centrale banken.

Bankbiljetten die door kredietinstellingen via geldautomaten worden uitgegeven zullen wor-

den gecontroleerd met behulp van bankbiljet-sorteermachines waarvan door de nationale centrale banken van het eurogebied is vastgesteld dat zij aan het kader voldoen. Van andere organisaties die geldautomaten beheren, met name detailhandelaren, wordt ook verwacht dat zij de bankbiljetten conform deze normen controleren. Het Eurosysteem zal de ontwikkelingen op dit terrein volgen.

In het kader wordt ook gesteld dat kredietinstellingen en andere partijen die beroepshalve met contant geld omgaan, de nationale centrale banken van informatie dienen te voorzien omtrent hun desbetreffende activiteiten zodat het Eurosysteem kan vaststellen of aan het kader wordt voldaan. In december 2004 was door de Raad van Bestuur besloten dat de details van deze informatieverstrekking door het Eurosysteem in samenspraak met het bankwezen zouden worden uitgewerkt. Daartoe heeft het Eurosysteem in 2005 een gezamenlijk taakgroep opgericht, waaraan wordt deelgenomen door vertegenwoordigers van de Cash Working Group van de European Payments Council en de European Security Transport Association. Op doelmatige wijze zal tegen lage kosten een beperkte hoeveelheid gegevens omtrent de infrastructuur voor de geldverwerking alsmede operationele gegevens omtrent de verwerkte bankbiljetten worden verzameld van instellingen die via geldautomaten bankbiljetten opnieuw in omloop brengen.

PROEF MET CHARTALE DEPOTS

De ECB overweegt de instelling van een uitgebreid proefprogramma met chartale depots voor eurobankbiljetten om de internationale distributie van de biljetten te vergemakkelijken en om het eenvoudiger te maken de eurobiljetten-omloop buiten het eurogebied te volgen, gegeven het feit dat in waarde gemeten naar raming 10% tot 20% van de in omloop zijnde eurobankbiljetten buiten het eurogebied wordt aangehouden. Een chartaal depot is een door een particuliere bank krachtens een bewaar-ningsovereenkomst aangehouden eurobankbiljettendepot. Bij de tenuitvoerlegging van een dergelijk programma zouden de desbetreffende



particuliere banken rapporteren omtrent de bestemming en de herkomst van de uitgegeven en ingenomen bankbiljetten, informatie verzamelen over aangetroffen vervalsingen alsmede biljetten die ongeschikt zijn om weer in omloop te worden gebracht uitsorteren, en aldus het Eurosysteem voorzien van gegevens aangaande het gebruik van de euro buiten het eurogebied en aangaande vervalsingen. De betrokken banken zouden tevens informatie kunnen verstrekken met betrekking tot de invoering van een nieuwe reeks eurobankbiljetten en de vervanging van een oude reeks kunnen vergemakkelijken. Alvorens een definitief besluit te nemen omtrent de instelling en de modaliteiten van een dergelijk programma, overweegt de ECB een

Tabel 15 In 2005 toegewezen bankbiljettenproductiequota

Coupure	Aantal (miljoenen bankbiljetten)	Nationale centrale belast met productie
€5	530	FR
€10	1.020	DE, GR, IE, AT
€20	700	ES, FR, NL, PT, FI
€50	1.100	BE, DE, ES, IT, NL
€100	90	IT
€200	-	-
€500	190	DE, LU
Totaal	3.630	

Bron: ECB.

proef van een jaar te nemen met twee in Azië gevestigde banken.

BANKBILJETTENPRODUCTIE

In 2005 werden in totaal 3,63 miljard eurobankbiljetten geproduceerd, tegen 1,6 miljard in 2004. De hogere productie in 2005 werd veroorzaakt door de volgende factoren: (i) de daling in 2004 van de door de nationale centrale banken aangehouden voorraden, (ii) een toename van de bankbiljettenomloop in 2004, (iii) een groter aandeel van de omloop dat aan vervanging toe was, en (iv) het besluit om in 2005 een deel van de in de toekomst benodigde bankbiljetten te drukken. Dit besluit strekt ertoe productiepieken in de toekomst af te vlakken en de komende jaren een doelmatiger gebruik van de productiecapaciteit mogelijk te maken.

In 2005 is de productie van eurobankbiljetten wederom toegewezen conform het in 2002 vastgestelde gedecentraliseerde productieschema op basis van taakverdeling. Krachtens dit schema is elke nationale centrale bank in het eurogebied verantwoordelijk voor de levering van een aan haar toegewezen deel van de totale productie van bepaalde coupures. In Tabel 15 wordt een overzicht gegeven van de in 2005 toegewezen bankbiljettenproductiequota.

DE TWEEDE REEKS EUROBANKBILJETTEN

Na de goedkeuring door de Raad van Bestuur van het algehele plan voor de ontwikkeling, het drukken en de uitgifte van een tweede reeks eurobankbiljetten, is met de werkzaamheden aan dit project een begin gemaakt en worden goede vorderingen geboekt. De belangrijkste fasen van het project bestaan achtereenvolgens uit vaststelling van de door verschillende groepen bankbiljettengebruikers gestelde functionele en technische eisen, industriële validering om mogelijke problemen bij het op grote schaal drukken te kunnen signaleren, ontwerp en productievoorbereiding, proefproductie, drukken op grote schaal en gefaseerde uitgifte.

De functionele basisvereisten voor de nieuwe bankbiljetten, met inbegrip van een lijst van echtheidskenmerken, worden vastgesteld op

basis van marktonderzoek en overleg met Europese consumentenorganisaties en de Europese blindenverenigingen. Bij het overleg zijn ook het bankwezen, de waardetransporteurs, de detailhandel en de fabrikanten van verkoopautomaten binnen Europa betrokken geweest, alsmede de vereniging van fabrikanten van bankbiljettenapparatuur.

Het eerste bankbiljet van de nieuwe reeks zal naar verwachting tegen het eind van dit decennium worden uitgegeven. De exacte tijd en volgorde van uitgifte zullen afhangen van de bij de vernieuwing van de echtheidskenmerken geboekte voortgang en van de situatie met betrekking tot vervalsingen. Bij de tweede reeks zal de huidige coupuresamenstelling van de eurobankbiljetten worden aangehouden en zal het ontwerp zijn gebaseerd op het in de huidige reeks gebruikte thema "Stijlperiodes".

4 STATISTIEKEN

De ECB houdt zich, bijgestaan door de nationale centrale banken, bezig met de verzameling, de samenstelling en de publicatie van een breed scala aan statistieken ter ondersteuning van het monetaire beleid van het eurogebied alsmede verscheidene taken van het ESCB. Evenals in de voorgaande jaren is dit in 2005 soepel verlopen. Bovendien zijn nieuwe statistieken ter beschikking gekomen conform de strategie van de ECB voor de middellange termijn met betrekking tot statistieken en heeft de ECB, in samenwerking met instellingen van de Gemeenschap en andere internationale organisaties, verder bijgedragen aan de harmonisatie van statistische begrippen en het stimuleren van de toepassing ervan.

4.1 ALGEMENE ONTWIKKELINGEN IN HET EUROGEBIED AANGAANDE STATISTIEKEN

De afgelopen jaren zijn belangrijke resultaten geboekt bij de ontwikkeling van statistieken voor het eurogebied. Het statistische kader voor het eurogebied beoogt op een toekomstgerichte wijze in te spelen op de voortdurende wijzingen op de financiële markten en in de economie in het algemeen. Tegelijkertijd wordt voorzien in door gebruikers binnen en buiten de ECB gesignaleerde statistische lacunes. De ECB heeft zich ertoe verplicht bij de realisatie van deze doelstellingen te streven naar doelmatigheid in termen van kosten en naar een zo gering mogelijke rapportagelast. Voorstellen voor nieuwe of sterk gewijzigde statistieken worden derhalve onderworpen aan een kosten-batenanalyse waarbij rapporterende instellingen, samenstellers en gebruikers worden betrokken.

De hoogste prioriteit is toegekend aan het ontwerp en de samenstelling van een stelsel van naar institutionele sector uitgesplitste financiële en niet-financiële kwartaalrekeningen voor het eurogebied, waaraan thans door het Eurosysteem tezamen met de Europese Commissie (Eurostat) en de nationale bureaus voor de statistiek wordt gewerkt. Dit geïntegreerde stelsel van rekeningen zal naar verwachting in 2007 gereed zijn. Daaruit zal de wisselwerking blij-

ken tussen de verschillende economische sectoren, te weten niet-financiële vennootschappen, financiële vennootschappen, de overheid en huishoudens, alsmede de wisselwerking tussen deze sectoren en de rest van de wereld. Dit biedt een kader voor de analyse van verbanden tussen financiële en niet-financiële ontwikkelingen binnen de economie, met name van saldogposten zoals de besparingen en investeringen van huishoudens en bedrijven, het overheidstekort en het bbp. In de loop van de tijd moet het dan mogelijk worden nader inzicht te verkrijgen in de verschillende transmissiekanalen van het monetaire beleid en tot een betere analyse te komen van de invloed van economische schokken op het eurogebied. Uiteindelijk zullen de kwartaalrekeningen voor het eurogebied het mogelijk maken een breed scala aan statistische indicatoren en kengetallen binnen één enkel, samenhangend macro-economisch boekhoudkundig kader te volgen.

De ECB is ook doende een kader te ontwikkelen voor de verzameling van geharmoniseerde statistieken over niet-monetaire financiële intermediairs (met uitzondering van verzekeringsinstellingen en pensioenfondsen), met de nadruk op beleggingsfondsen, waardoor recht wordt gedaan aan de steeds belangrijker rol van deze instellingen op de financiële markten binnen het eurogebied.

De voorbereidingen voor de toekomstige uitbreiding van het eurogebied vormen ook een kernelement van de strategie van de ECB voor de middellange termijn met betrekking tot statistieken. De ECB werkt nauw samen met de nationale centrale banken van de niet aan het eurogebied deelnemende lidstaten om te waarborgen dat het brede scala aan gegevens waarvoor de ECB de primaire verantwoordelijkheid draagt wordt gerapporteerd vanaf de datum waarop deze landen tot het eurogebied toetreden. Voor de levering door alle lidstaten van de EU van relevante gegevens over de achterliggende periode is een algemeen beleid vastgesteld om ervoor te zorgen dat voor elk uitgebreid eurogebied tijdreeksen van voldoende lengte beschikbaar zullen zijn.

De ECB werkt nauw samen met Eurostat en andere internationale organisaties en is actief betrokken bij de voortgaande actualisering van mondiale statistische standaarden, zoals het Stelsel van Nationale Rekeningen (SNR 93) en het IMF Balance of Payments Manual, alsmede beheersregels op het statistische terrein. De verdere ontwikkeling en toepassing van internationaal overeengekomen statistische standaarden maakt het mogelijk zinvolle aggregaten voor het eurogebied samen te stellen en vergelijkingen tussen landen te maken en draagt bij aan de betrouwbaarheid en onafhankelijkheid van officiële statistieken.

4.2 NIEUWE OF VERBETERDE STATISTIEKEN

De aangepaste Verordening van de ECB met betrekking tot de geconsolideerde balans van MFI's is op 1 januari 2005 in werking getreden. Volgens de Verordening moeten kredietinstellingen en geldmarktfondsen de gegevens omtrent hun depositoverplichtingen en leningen tegen nominale waarde blijven rapporteren, ongeacht de toepassing van de Internationale standaarden voor financiële verslaglegging op financiële instrumenten, zodat de conceptuele basis van de monetaire statistieken wordt gehandhaafd.

Sinds januari 2005 publiceert de ECB een geografische uitsplitsing van de betalingsbalans en de internationale investeringspositie van het eurogebied. Sinds april 2005 wordt de internationale investeringspositie op kwartaalbasis gepubliceerd. Met deze nieuwe statistieken wordt een beter inzicht verschaft in de effecten van grensoverschrijdende transacties en posities op de economie van het eurogebied.

In september 2005 is de ECB begonnen met de publicatie van statistische indicatoren voor het meten van de mate van integratie op de belangrijkste financiële markten van het eurogebied, te weten de geldmarkt, de obligatiemarkt, de aandelenmarkt en de bancaire markt. Deze indicatoren bestrijken het gehele gebied van kredietverlening in de retailsector tot aandelentransacties in het wholesale-segment (zie paragraaf 3 in Hoofdstuk 3).

Om de publicatie van nieuwe statistieken in de toekomst mogelijk te maken, zijn enkele verdere wijzigingen aangebracht in het juridische kader van de ECB. Als onderdeel van de bovengenoemde strategie om te komen tot de samenstelling van geïntegreerde naar institutionele sector uitgesplitste financiële en niet-financiële kwartaalrekeningen voor het eurogebied, heeft de Raad van Bestuur het Richtsnoer van de ECB betreffende financiële kwartaalrekeningen aangepast. Hierdoor wordt het vanaf 2006 mogelijk een uitgebreider geheel aan financiële kwartaalrekeningen eerder te publiceren, met een volledige uitsplitsing naar sector en instrument, alsmede informatie omtrent de sectoren van de tegenpartijen bij deposito's en leningen (vanaf 2008). Bovendien heeft de vaststelling van het Richtsnoer van de ECB inzake statistieken betreffende overheidsfinanciën de integratie van de statistieken betreffende de overheid in de naar institutionele sector uitgesplitste kwartaalrekeningen van het eurogebied vergemakkelijkt. Kwartaalcijfers voor de zowel overheidsschuld als de tekort-schuldaanpassingen voor het eurogebied worden sinds november 2005 gepubliceerd.

Conform de door de ECB op zich genomen verplichting om de kwaliteit en de actualiteit van de statistieken voor het eurogebied te verbeteren, heeft de Raad van Bestuur in 2005 maatregelen genomen om, louter voor statistische doeleinden, de uitwisseling van vertrouwelijke statistische informatie tussen statistische autoriteiten mogelijk te maken. Met deze uitwisseling, die onder voorwaarden van strikte vertrouwelijkheid geschiedt, wordt voorkomen dat rapporterende instellingen meermalen om dezelfde informatie wordt verzocht.

Om de totstandkoming van het gemeenschappelijke eurobetalingsgebied (zie Hoofdstuk 3) te vergemakkelijken heeft de Raad van Bestuur ook het voornemen van de Europese Commissie onderschreven om voor in euro luidende betalingen binnen de EU de rapportagedrempel voor de betalingsbalans te verhogen. Het desbetreffende voorstel houdt in dat vanaf januari 2008 banken grensoverschrijdende cliënten-

betalingen onder een bedrag van €50.000 niet meer hoeven te rapporteren.

In 2005 zijn verdere verbeteringen tot stand gebracht met betrekking tot de verspreiding en toegankelijkheid van statistieken. Voor sommige statistieken zijn nu tabellen met zowel de aggregaten voor het eurogebied als alle nationale bijdragen daaraan beschikbaar op de website van de ECB en op de websites van de meeste nationale centrale banken van het eurogebied. Ook zijn de werkzaamheden voortgezet om beleidsmakers, media, analisten, academici en andere gebruikers van statistieken op de website van de ECB gemakkelijker toegang te bieden tot de statistische gegevens. Deze werkzaamheden zullen volgens schema in de tweede helft van 2006 worden afgerond.

4.3 STATISTIEKEN VOOR DE BEOORDELING VAN DE CONVERGENTIE

In het Verdrag is vastgelegd dat door de ECB en de Europese Commissie tenminste om de twee jaar of op verzoek van een niet aan het eurogebied deelnemende lidstaat convergentieverslagen moeten worden opgesteld. De volgende convergentieverslagen zullen in 2006 worden gepubliceerd.

De statistische gegevens die nodig zijn om vast te stellen in welke mate lidstaten voldoen aan de convergentiecriteria met betrekking tot de prijzen, de begrotingspositie, de wisselkoers en de lange rente worden door Eurostat geleverd. Tezamen met de nationale centrale banken van de betrokken lidstaten steunt de ECB Eurostat daarbij met de levering van statistieken omtrent de lange rente; voorts worden door de ECB statistische gegevens verzameld en samengesteld in aanvulling op de vier primaire indicatoren.

Aangezien de beoordeling van het convergentieproces in beslissende mate afhangt van de kwaliteit en de integriteit van de onderliggende statistieken, zijn de recente ontwikkelingen bij de samenstelling en de rapportage van statistieken, met name die betreffende de overheidsfi-



nanciën, door de ECB nauwgezet gevolgd. In dit kader heeft de ECB met instemming kennis genomen van de door de Europese Commissie in 2005 genomen initiatieven met betrekking tot de tenuitvoerlegging van een gedragscode voor Eurostat en de nationale bureaus voor de statistiek. De inachtneming van deze code zal naar verwachting leiden tot een versterking van de onafhankelijkheid, de integriteit en de verantwoordingsplicht van de nationale en communautaire statistische autoriteiten, hetgeen van essentieel belang is voor de totstandkoming van hoogwaardige en betrouwbare statistieken binnen de EU.

5 ECONOMISCH ONDERZOEK

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

5.1 ONDERZOEKSAGENDA

De onderzoeksagenda voor 2005 beslaat zes hoofdterreinen: macro-economie en monetaire economie, internationale economische en financiële aangelegenheden, financiële stabiliteit, financiële integratie, de bouw van macro-economische modellen en hulpmiddelen voor het maken van prognoses, en algemene economische en structurele onderwerpen.

Op het terrein van de macro-economie en monetaire economie richtten de in 2005 afgeronde projecten zich op de verklaring van risicopremies op obligaties met behulp van fundamentele economische factoren, waardoor de in de markt levende inflatieverwachtingen preciezer kunnen worden afgeleid, alsmede op de analyse van niet-Ricardiaanse huishoudens en imperfecties op de financiële markten, zoals kredietbeperkingen en hun rol in de transmissie van het monetaire beleid. Andere onderwerpen betroffen het belang van de prijsontwikkeling van vermogensbestanddelen voor het monetaire beleid, de vaststelling van passende beleidsregels, de rol van geld, het belang van communicatie vanuit de centrale bank en verschillen in economische ontwikkeling tussen de eurolanden.

Op het terrein van de internationale economische en financiële aangelegenheden lag de nadruk op de doorwerking van de wisselkoers, de internationale transmissie van schokken, risicoverdeling binnen een monetaire unie, de determinanten van mondiale onevenwichtighe-

den en de uit de rendementscurve verkregen informatie.

Het onderzoek inzake onderwerpen met betrekking tot de financiële stabiliteit was in hoofdzaak gericht op de ontwikkeling van nieuwe technieken voor de meting van het risico van instabiliteit van banken. Op het terrein van de financiële integratie is belangrijk onderzoek verricht naar het ontwerp en de berekening van indicatoren van de financiële integratie, zowel binnen het eurogebied als in de nieuwe EU-lidstaten (zie Kader 10). Ook werd onderzoek afgesloten naar de aspecten van TARGET2 als publiek goed.

Op het terrein van de macro-economische modelbouw is in 2005 belangrijke voortgang geboekt met betrekking tot het nieuwe model van het eurogebied van de ECB. Het model is gebouwd met inachtneming van de recente ontwikkelingen in de macro-economische theorie. Vergeleken met eerdere modellen is de nieuwe generatie macro-economische modellen, die bekend staan als dynamisch stochastische algemene evenwichtsmodellen (DSGE), in veel sterkere mate gebaseerd op micro-economische grondslagen en met deze modellen kunnen economische verstoringen gedetailleerder worden geanalyseerd. De resultaten van de technische werkzaamheden aan het nieuwe, het gehele eurogebied omspannende model zijn, tezamen met de eerste empirische resultaten van een ander dynamisch stochastisch algemeen evenwichtsmodel met monetaire en financiële variabelen, in december 2005 gepresenteerd op een gezamenlijke conferentie met de Board of Governors van de Fed en het IMF.

Verdere werkzaamheden zijn verricht ter verbetering van de projecties op de korte termijn van de inflatie en de bbp-groei in het eurogebied. Daarbij is de transmissie van schokken naar landen, sectoren en bedrijfstakken geanalyseerd, is het voorspellend vermogen van "mondiale" inflatietendensen onderzocht en is onderzoek gedaan naar de juiste procedures voor de keuze van modellen. Bij aanvullend onderzoek is gekeken naar de comparatieve voordelen van

het voorspellen van geaggregeerde en gedesaggregeerde reeksen en is de informatie-inhoud onderzocht van gegevens die met een hoge frequentie beschikbaar komen.

Op het terrein van de algemene economische en structurele onderwerpen heeft het in 2005 verrichte onderzoek licht geworpen op de invloed van arbeidsmarktinstuties, de factoren die ten grondslag liggen aan het arbeidsaanbod en de nationale verschillen in werkgelegenheidsdynamiek en reële lonen. Verder onderzoek is verricht naar de effecten van begrotingshervorming, met name met betrekking tot de nieuwe EU-lidstaten.

De meeste resultaten van het binnen of in samenwerking met de ECB verrichte onderzoek zijn gepresenteerd in de reeks Working Papers van de ECB en – in mindere mate – de reeks Occasional Papers van de ECB, alsmede op verscheidene conferenties en workshops. In 2005 zijn 145 Working Papers uitgebracht (tegen 126 in 2004). Bij de totstandkoming van 68 hiervan (72 in 2004) waren personeelsleden van de ECB betrokken, terwijl 77 (54 in 2004) zijn geschreven door anderen in het kader van programma's voor gastonderzoekers of door de ECB georganiseerde conferenties. Een aanzienlijk aantal van de Working Papers die sinds de invoering van de reeks in 1999 door personeelsleden van de ECB zijn geschreven, is reeds of wordt binnenkort gepubliceerd in wetenschappelijke tijdschriften (123) of boeken (22). Gezien de lange doorlooptijd als gevolg van het systeem van *peer reviews* zal dit reeds forse aandeel naar verwachting in 2006 stijgen. Uit Grafiek 46 blijkt de duidelijke beleidsoriëntatie van het bij de ECB verrichte onderzoek. In de grafiek zijn de Working Papers van de ECB gerangschikt naar onderwerp, op basis van de door het Journal of Economic Literature gehanteerde rubricering. "Macro-economisch en monetair-economisch" is het meest voorkomende onderwerp binnen de reeks, gevolgd door "wetenschappelijke en kwantitatieve methoden", "financieel-economisch" en "internationaal economisch".



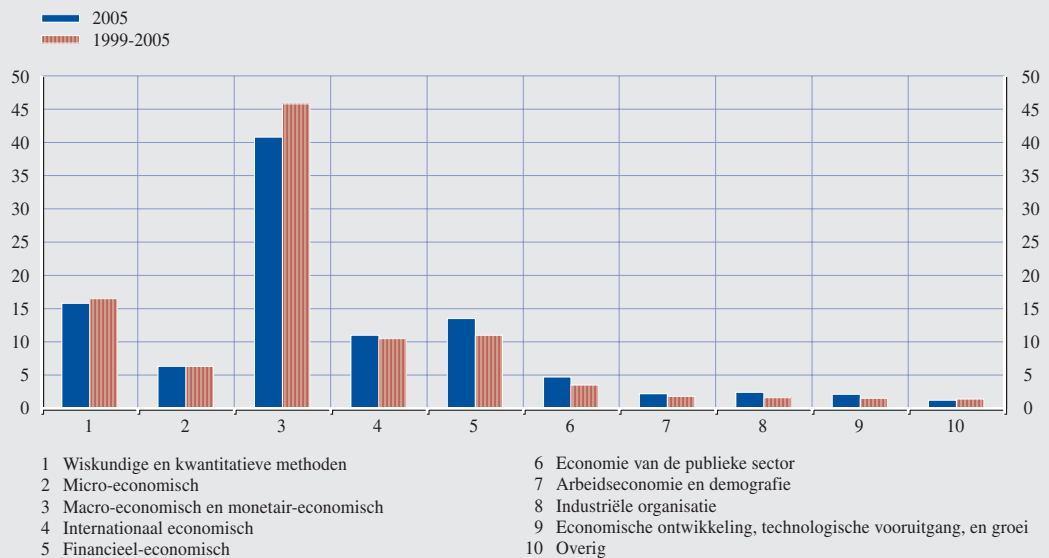
Gedurende het jaar heeft de ECB een aantal conferenties en workshops georganiseerd, zoals een workshop *Monetary Policy implementation in the Euro area: lessons from the past and challenges ahead*, de derde conferentie van het International Research Forum on Monetary Policy, een conferentie over de effecten van de EMU op het eurogebied en de aangesloten landen, een gezamenlijke workshop met het Centre for Economic Policy Research (CEPR) over de arbeidsmarkten in een uitgebreide Europese Unie en over de mogelijkheden de werkgelegenheid te vergroten, een workshop van de ECB en de BIS over de macro-financiële modellering van de rentetermijnstructuur, de negende jaarlijkse conferentie van het CEPR-European Summer Institute over structurele hervormingen en economische groei, de vierde onderzoeksconferentie voor centrale banken over risicometing en systeemrisico in samenwerking met de Bank van Japan en de Board of Governors van de Fed onder auspiciën van het Committee on the Global Financial System, en de vierde workshop over voorspeltechnieken.

5.2 ONDERZOEKSNETWERKEN

In veel gevallen wordt het onderzoek van de ECB verricht binnen het kader van georganiseerde netwerken. Dit zijn groepen onderzoekers die breed georiënteerde projecten uitvoeren.

Grafiek 46 Reeks Working Papers van de ECB: rubricering volgens Journal of Economic Literature

(percentages)



Bron: ECB.

ren. De netwerken omvatten economen van de ECB, van de nationale centrale banken van het eurogebied, van andere centrale banken en beleidsinstanties en van universiteiten. De ECB verschaft, alleen of met andere instellingen, coördinerende en organisatorische ondersteuning.

In 2003 is, om de dynamiek van de inflatie in het eurogebied en de nationale economieën te analyseren, een Eurosystem Inflation Persistence Network opgericht, bestaande uit onderzoekers van alle centrale banken van het Eurosystem. Het netwerk heeft zijn werkzaamheden in 2005 afgerond. Voor de studie van de hardnekkigheid van de inflatie en van het prijszettingsgedrag is gebruik gemaakt van een groot aantal gegevens, waaronder individuele en sectorale gegevens over consumenten- en producentenprijzen, macro-economische inflatiecijfers en enquêteresultaten. In 2005 zijn 23 onderzoeksverslagen verschenen in de reeks Working Papers van de ECB. Terugkoppeling vanuit de academische wereld is verkregen via presentaties op de jaarvergadering van de Amerikaanse vereniging van economen en op het

jaarcongres van de Europese vereniging van economen (voor nadere details wordt verwezen naar Kader 4).

Het netwerk *Euro Area Business-Cycle Network*, dat is opgezet in samenwerking met het CEPR, biedt een forum voor het bestuderen van de conjunctuurcyclus in het eurogebied. Het netwerk bestaat uit onderzoekers van universiteiten, centrale banken en andere beleidsinstanties. In 2005 heeft het netwerk een derde reeks cursussen georganiseerd over onderwerpen op het terrein van toegepaste tijdreeksen en voorspeltechnieken, die gehouden werd bij de Banca d'Italia. Ook vonden twee workshops plaats, waarvan één bij de Nationale Bank van België over de behoefte aan een realtime database voor het eurogebied, en één bij Suomen Pankki – Finlands Bank over productiviteit en de conjunctuurcyclus in het eurogebied en de Verenigde Staten. De door het netwerk geproduceerde stukken zijn beschikbaar in een online database van onderzoeksverslagen (251 stuks) en in een reeks gezamenlijk met het CEPR gepubliceerde discussienota's.

Het in 2002 door de ECB en het Center for Financial Studies (CFS) opgerichte onderzoeksnetwerk *Capital Markets and Financial Integration* in Europe heeft als doel beleidsrelevant onderzoek te bevorderen met betrekking tot de integratie van de financiële stelsels in Europa en hun internationale verbanden. De ECB en het CFS hebben besloten de activiteiten van het netwerk tot 2007 voort te zetten, en hebben drie prioriteitsgebieden aangegeven: (i) de verhouding tussen financiële integratie en financiële stabiliteit, (ii) toetreding tot de EU, financiële ontwikkeling en financiële integratie, en (iii) de modernisering van financiële stelsels en de economische groei in Europa. Ook het Lamfalussy Fellowship-onderzoeksprogramma, dat in het kader van het netwerk is opgericht, is met deze onderwerpen uitgebreid. In 2005 is bij de Oostenrijkse Nationalbank in Wenen een mede door deze bank georganiseerde conferentie gehouden van het onderzoeksnetwerk van de ECB en het CFS over financiële ontwikkeling, integratie en stabiliteit in Midden-, Oost- en Zuidoost-Europa (voor nadere details wordt verwezen naar Kader 10).

6 OVERIGE TAKEN EN WERKZAAMHEDEN

6.1 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 25 nationale centrale banken van het eurogebied en de ECB, van de verbodsbepalingen voortvloeiend uit Artikel 101 en 102 van het Verdrag en Raadsverordeningen (EG) Nr. 3603/93 en Nr. 3604/93. Artikel 101 verbiedt de ECB en de nationale centrale banken voorschotten in rekening-courant of andere kredietfaciliteiten aan overheden en instellingen of organen van de Gemeenschap te verlenen, alsmede van hen rechtstreeks schuldbewijzen te kopen. Artikel 102 verbiedt alle niet op overwegingen van bedrijfseconomisch toezicht gebaseerde maatregelen waardoor aan overheden en instellingen of organen van de Gemeenschap bevoorrechte toegang tot de financiële instellingen wordt verleend. In samenspraak met de ECB ziet de Europese Commissie erop toe dat de lidstaten de bovengenoemde bepalingen naleven.

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

In 2005 heeft de Raad van Bestuur twee inbreuken op de hierboven omschreven Verdragsbepalingen en aanverwante Raadsverordeningen vastgesteld. De Banca d'Italia en de Oostenrijkse Nationalbank rapporteerden aankopen op de primaire markt van door de Europese Investeringsbank (EIB) uitgegeven schuldbewijzen. De Banca d'Italia kocht in USD luidende EIB-schuldbewijzen ten bedrage van USD 10 miljoen voor het beheer van haar devie-

zenreserves. Op 14 september 2005 kocht de Oostenrijkse Nationalbank in EUR luidende EIB-effecten ten bedrage van €200 miljoen. Aangezien de EIB een communautair orgaan is, maken dergelijke aankopen inbreuk op het verbod inzake monetaire financiering, zoals bepaald in Artikel 101 van het Verdrag en in Raadsverordening (EG) Nr. 3603/93. In het geval van de Banca d'Italia zijn de op de primaire markt gekochte EIB-schuldbewijzen op 8 maart 2006 verkocht. De Oostenrijkse Nationalbank heeft de op de primaire markt gekochte EIB-schuldbewijzen eind oktober 2005 verkocht. Bovendien hebben beide nationale centrale banken onmiddellijk maatregelen genomen ter voorkoming van dergelijke gebeurtenissen in de toekomst.

In 2004⁹ heeft de Raad van Bestuur één inbreuk door een nationale centrale bank op de hierboven omschreven Verdragsbepalingen en aanverwante Raadsverordeningen vastgesteld. In het kader van de krachtige terugstromen van nationale munten naar de nationale centrale banken als gevolg van de invoering van de eurobankbiljetten en euromunten op 1 januari 2002, heeft Suomen Pankki – Finlands Bank van oktober 2001 tot februari 2004 het plafond van 10% van de in omloop zijnde munten overschreden, zoals bepaald bij Artikel 6 van Raadsverordening (EG) Nr. 3603/93. De situatie is echter in maart 2004 volledig rechtgezet, en sinds die datum is aan de Verdragsbepalingen voldaan.

6.2 ADVIESFUNCTIES

Krachtens Artikel 105, lid 4, van het Verdrag moet de ECB worden geraadpleegd over voorgenomen communautaire of nationale wetgeving op de gebieden die onder de bevoegdheid van de ECB vallen.¹⁰ Alle adviezen van de ECB

⁹ De verwijzing in dit Jaarverslag naar gebeurtenissen betreffende 2004 kan worden verklaard uit het feit dat de desbetreffende controle-activiteiten door de ECB eindigden na de afsluitdatum voor het Jaarverslag 2004.

¹⁰ Overeenkomstig het aan het Verdrag gehechte Protocol betreffende enkele bepalingen met betrekking tot het Verenigd Koninkrijk van Groot-Brittannië en Noord-Ierland, geldt de verplichting tot raadpleging van de ECB niet voor het Verenigd Koninkrijk.

worden op de website van de ECB gepubliceerd. Sinds januari 2005 zijn adviezen aangaande nationale wetsvoorstellen doorgaans onmiddellijk nadat zij vastgesteld waren en vervolgens aan de raadplegende autoriteit waren gecommuniceerd, gepubliceerd, conform de reeds bestaande procedure voor adviezen omtrent voorstellen inzake EU-wetgeving. In juni 2005 publiceerde de ECB een “Handleiding voor raadpleging van de Europese Centrale Bank door nationale autoriteiten betreffende voorgenomen wettelijke bepalingen”, die tot doel heeft nationale autoriteiten praktische ondersteuning en informatie te geven.

De ECB heeft in 2005 61 adviezen goedgekeurd, 13 daarvan in antwoord op raadplegingen door de Raad van de EU en 48 in antwoord op raadplegingen door nationale autoriteiten. Dit in vergelijking met 39 adviezen in 2004. De toename is het gevolg van een hoger aantal raadplegingen door de nieuwe lidstaten in hun eerste volledige jaar van EU-lidmaatschap. Een lijst van de in 2005 goedgekeurde adviezen is als bijlage in dit Jaarverslag opgenomen.

In haar adviezen betreffende de nieuwe verordeningen van de Raad van de EU inzake toezicht en de buitensporig-tekortprocedure ter hervorming van het Pact voor Stabiliteit en Groei¹¹, heeft de ECB benadrukt dat een gezond begrotingsbeleid van essentieel belang is voor het succes van de EMU en een voorwaarde voor macro-economische stabiliteit, groei en samenhang in het eurogebied. Daarnaast achtte de ECB het noodzakelijk een geloofwaardige buitensporig-tekortprocedure te handhaven, met inbegrip van een strikt tijdschema (zie tevens Paragraaf 1.1 van Hoofdstuk 4). De ECB werd tevens geraadpleegd over de Raadsverordening betreffende de toekomstige invoering van de euro door nieuwe lidstaten.¹² De ECB oordeelde dat de maximale duur van de overgangperiode tussen de invoering van de euro als munteenheid van nieuwe lidstaten en de invoering van euro-bankbiljetten en euromunten niet meer dan drie jaar mag bedragen, en dat zou moeten worden aangemoedigd tot nog kortere overgangperiodes. De ECB benadrukte tevens het belang van

de vereiste dat de naam van de gemeenschappelijke munteenheid in alle officiële talen van de EU eensluidend dient te zijn, waarbij rekening wordt gehouden met het bestaan van verschillende alfabetten.¹³

Nationale autoriteiten bleven de ECB raadplegen over onderwerpen betreffende de onafhankelijkheid van de nationale centrale bank – waaronder die van Italië, Litouwen, Slowakije en Spanje – als leden van het ESCB¹⁴, alsmede over wijzigingen van de Estse, Letse, Litouwse, Slowaakse en Zweedse centrale-bankstatuten, die actueel werden in het kader van het Convergenceverslag van de ECB van 2004.¹⁵ De ECB werd tevens door nationale autoriteiten geraadpleegd over zaken met betrekking tot de naleving van het verbod op monetaire financiering krachtens artikel 101 van het Verdrag, waaronder een wetsvoorstel dat de Oostenrijkse Nationalbank machtigt tot het storten van een bedrag op een speciale rekening bij het IMF ten gunste van de Poverty Reduction and Growth Facility-landen die door natuurrampen zijn getroffen¹⁶, en een wetsvoorstel dat de Banca d'Italia machtigt tot uitbreiding van kredieten aan Libanon.¹⁷ De ECB concludeerde dat het Oostenrijkse wetsvoorstel voldeed aan het verbod op monetaire financiering, aangezien het binnen de werkingssfeer van de vrijstelling onder Communautaire wetgeving viel die financiering door nationale centrale banken van verplichtingen van de publieke sector vis-à-vis het

11 CON/2005/18 en CON/2005/17 van 3 juni 2005.

12 CON/2005/51. De ECB is tevens geraadpleegd door de nationale autoriteiten in enkele nieuwe lidstaten, waaronder Litouwen en Slovenië, over nationale wetgeving die de toekomstige invoering van de euro in deze lidstaten moet vergemakkelijken (zie CON/2005/38 en CON/2005/57).

13 De ECB is tevens geraadpleegd over andere belangrijke EU-wetsvoorstellen die elders in dit Jaarverslag worden besproken, waaronder een voorstel voor een richtlijn inzake kapitaaltoereikendheid (CON/2005/4) en een voorstel voor het Raadsbesluit betreffende de ondertekening van het Verdrag van Den Haag inzake effecten die bij een intermediair worden aangehouden (CON/2005/7). Voor nadere gegevens, zie paragraaf 2 van Hoofdstuk 3.

14 CON/2005/25, CON/2005/30, CON/2005/34, CON/2005/38, CON/2005/58.

15 CON/2005/20, CON/2005/26, CON/2005/38, CON/2005/54, CON/2005/59, CON/2005/60.

16 CON/2005/29.

17 CON/2005/1.

IMF toestaat.¹⁸ In het geval van het Italiaanse wetsvoorstel echter, concludeerde de ECB dat de voorgestelde financiering een vorm van monetaire financiering zou betekenen die volgens het Verdrag niet is geoorloofd. Het wetsvoorstel werd vervolgens door de Italiaanse autoriteiten ingetrokken.

De ECB is door nationale autoriteiten geraadpleegd inzake wetsvoorstellen met betrekking tot het financiële-toezichtkader.¹⁹ In haar advies inzake een wetsvoorstel krachtens welk Česká národní banka de enige toezichthoudende autoriteit in Tsjechië zou worden, oordeelde de ECB dat, geconfronteerd met de toenemende vervaging van de traditionele grenzen tussen bancaire, effecten- en verzekeringssectoren en de daaruit voortvloeiende uitdagingen voor het bedrijfseconomische toezicht en de stabiliteit van het financiële stelsel, een nationale centrale bank met de volledige verantwoordelijkheid voor de financiële markten waarschijnlijk beter zou functioneren dan verschillende toezichthouders met beperkte individuele bevoegdheden over een specifieke financiële sector. In een afzonderlijke raadpleging inzake een Tsjechisch wetsvoorstel inzake faillissementswetgeving²⁰, verwelkomde de ECB het feit

dat het wetsvoorstel de verantwoordelijkheid erkende van Česká národní banka voor het uitvoeren van toezicht op banken in financiële moeilijkheden en voor het besluiten wanneer insolventieprocedures tegen dergelijke banken in gang zouden moeten worden gezet.

6.3 HET BEHEER VAN DE KREDIETTRANSACTIES VAN DE EUROPESE GEMEENSCHAP

Krachtens artikel 123, lid 2, van het Verdrag en artikel 9 van Raadsverordening (EG) nr. 332/2002 van 18 februari 2002 blijft de ECB verantwoordelijk voor het beheer van de door de Europese Gemeenschap afgesloten krediettransacties in het kader van het mechanisme voor financiële bijstand op de middellange termijn. In 2005 heeft de ECB geen beheerstaken uitgevoerd, aangezien er aan het eind van 2004 geen saldo uitstond en gedurende 2005 geen nieuwe transacties zijn verricht.

18 Krachtens Artikel 7 van Verordening (EG) nr 3603/93 van de Raad van 13 december 1993 tot vaststelling van de definities voor de toepassing van de in artikel 104 en artikel 104 B, lid 1, van het Verdrag vastgelegde verbodsbepalingen.

19 CON/2005/9, CON/2005/24, CON/2005/26, CON/2005/39.

20 CON/2005/36.

Kader 9

DOOR HET EUROSISTEEM GELEVERDE DIENSTEN INZAKE RESERVEBEHEER

In januari 2005 is een nieuw kader ingevoerd voor het beheer van in euro luidende reserves van cliënten van het Eurosysteem. Het nieuwe kader – dat beschikbaar is voor centrale banken, monetaire autoriteiten en overheidsinstanties buiten het eurogebied, alsmede voor internationale organisaties – voorziet in een omvangrijk scala aan diensten waardoor de desbetreffende cliënten hun in euro luidende reserves doelmatig kunnen beheren. De diensten variëren van de terbeschikkingstelling van bewaarrekeningen en de daarmee verband houdende bewaarnemings- en verrekeningsdiensten tot geld- en beleggingsdiensten. De diensten worden op geharmoniseerde voorwaarden conform de algemeen in de markt geldende normen aangeboden door afzonderlijke centrale banken van het Eurosysteem die als dienstverleners optreden. De desbetreffende cliënten kunnen via een van deze dienstverleners toegang krijgen tot het volledige in het nieuwe kader begrepen dienstenpakket.

Er zijn thans binnen het Eurosysteem zes van dergelijke dienstverleners, te weten de Deutsche Bundesbank, de Banco de España, de Banque de France, de Banca d'Italia, de Banque centrale

du Luxembourg en de Nederlandsche Bank. De overige centrale banken van het Eurosysteem kunnen in een aantal gevallen ook sommige van de door het nieuwe kader bestreken diensten aanbieden. Voorts kunnen door zowel de dienstverleners binnen het Eurosysteem als de andere centrale banken van het Eurosysteem op individuele basis ook nog andere diensten met betrekking tot het beheer van in euro luidende reserves worden aangeboden. De ECB speelt hierbij een algehele coördinerende rol, om de goede werking van het kader te waarborgen.

Het nieuwe kader is door de desbetreffende cliënten goed ontvangen. Op basis van door de ECB verzamelde informatie lijkt het aantal cliënten dat een zakelijke relatie is aangegaan met een van de centrale banken van het Eurosysteem representatief voor de populatie mogelijke cliënten voor wie het nieuwe kader is bedoeld. Met betrekking tot de diensten zelf is gebleken dat de totale door cliënten bij centrale banken van het Eurosysteem aangehouden geldsaldi en/of effectendepots zijn toegenomen ten opzichte van de situatie vóór de invoering van het nieuwe kader. Dit geldt met name voor het door cliënten aangehouden niet-binnenlands overheidspapier (d.w.z. papier uitgegeven door overheden van andere landen dan dat van de centrale bank waar het papier is gedeponerd). Cliënten waarderen ook de binnen het nieuwe kader beschikbare automatische beleggingsfaciliteit voor de zeer korte termijn, waardoor gelden rechtstreeks op aantrekkelijke rendementsvoorwaarden bij de betrokken dienstverlener en/of in de markt kunnen worden belegd.

Zoals dat al vele jaren het geval was voor de dienstverlening met betrekking tot het reservebeheer is ook het nieuwe kader gebaseerd op de kernprincipes voor het beheer van officiële reserves, zoals financiële en juridische zekerheid en, bovenal, vertrouwelijkheid. De diensten inzake reservebeheer binnen het nieuwe kader worden aangeboden aan traditionele cliënten van de centrale banken, en sluiten derhalve aan bij de bijzondere behoeften en omstandigheden van die instellingen die werkzaam zijn op dezelfde terreinen als het Eurosysteem.

Kunstenaar

Pep Agut

Titel

Read your voice, 2000

Materiaal

Gemengde technieken

Afmetingen

190 x 195 cm

© ECB en de kunstenaar



HOOFDSTUK 3

FINANCIËLE STABILITEIT EN INTEGRATIE

I FINANCIËLE STABILITEIT

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

1.1 TOEZICHT OP DE FINANCIËLE STABILITEIT

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

CONJUNCTURELE ONTWIKKELINGEN

In 2005 is het weerstandsvermogen van het financiële stelsel in het eurogebied versterkt. De financiële instellingen hebben kunnen profiteren van de groei van de mondiale bedrijvigheid, die zich in een tamelijk krachtig tempo voortzette ondanks verdere stijgingen van de olieprijs, en van een aanhoudende balansverbetering bij grote bedrijven in het eurogebied. In deze omgeving is de winstgevendheid van banken in het eurogebied verder verbeterd en lieten verzekeringsinstellingen een balansversterking zien. In de toekomst worden financiële instellingen echter geconfronteerd met een aantal risico's, zoals bijvoorbeeld de mogelijkheid

van een abrupt einde aan de mondiale onevenwichtigheden, de kwetsbaarheid voor correcties – de aanhoudende jacht op rendement heeft geleid tot sterke stijgingen van vermogensprijzen – op een aantal obligatie- en kredietmarkten en de mogelijkheid van verdere olieprijsstijgingen. Daarnaast blijft de financiële positie van huishoudens kwetsbaar voor mogelijke correcties van de huizenprijzen in sommige landen.

Binnen het bankwezen in het eurogebied heeft het in 2003 ingezette herstel van de winstgevendheid van de grote banken zich ook in 2005 voortgezet, ofschoon het voor de banken die in 2005 zijn overgegaan op de International Financial Reporting Standards (IFRS) moeilijker is om vergelijkingen te maken met vroegere winstgevendheidsindicatoren. Belangrijk is dat het herstel van de winstgevendheid zich over een brede linie voltrok en tevens de nationale bancaire sectoren omvatte die in 2003 beneden het gemiddelde scoorden. De voornaamste bronnen van de verhoogde winstgevendheid in 2005 waren de lagere voorzieningen, de aanhoudende groei van de kredietverlening aan de huishoudsector (voornamelijk voor woninghypotheken) en een beginnend herstel van de kredietverlening aan de bedrijvensector. In 2005 was sprake van een vermindering van de kostenreducties, die in 2004 hadden bijgedragen aan de winstgevendheid van de banken.

De daling van de voorzieningen voor debiteurenverliezen zetten zich in 2005 voort. Dit kwam door het lage aantal faillissementen bij huishoudens en bedrijven en een slechts marginale verslechtering van de kwaliteit van de bancaire kredietportefeuilles, terwijl aanzienlijke (gehele of gedeeltelijke) afschrijvingen van achterstallige kredieten uit voorgaande jaren, ten minste in een aantal landen van het eurogebied, de invloed van het kredietrisico op de

¹ Vanaf eind 2004 brengt de ECB een halfjaarlijks rapport uit over de stabiliteit van het financiële stelsel in het eurogebied onder de titel "Financial stability review". Daarnaast heeft de ECB in 2005 de vierde editie uitgebracht van "EU banking sector stability", met de belangrijkste resultaten van het reguliere toezicht van het Comité voor Bankentoezicht van het ESCB op de stabiliteit van het bankwezen. Deze publicaties zijn beschikbaar op de website van de ECB.

balansen van de banken heeft verminderd. Daarnaast zijn er aanwijzingen dat de dekkingsgraad, d.w.z. de verhouding voorzieningen/dubieuze leningen, in 2005 is gedaald. Het kan echter niet worden uitgesloten dat de lagere stromen, en in sommige landen de lagere standen, van de voorzieningen zouden kunnen resulteren in een ontoereikend voorzieningenniveau ingeval zich een onverwachte verslechtering van de kredietcyclus voordoet.

De aantrekkende groei van de kredietvraag van bedrijven in 2004-05 zou, als die zich voortzet, voor banken een gewenste spreiding van hun inkomstenbronnen kunnen betekenen door deze minder afhankelijk te maken van de huishoudsector. Ondanks de stijging van het kredietvolume zijn de netto rentebaten, de belangrijkste component van de bancaire winsten, in 2005 echter verder gedaald door de erosie van de rentemarges. Deze daling werd veroorzaakt door de afvlakking van de rentetermijnstructuren, de aanhoudend lage rentevoeten en de concurrentieslag tussen de banken over leningen en deposito's. Met betrekking tot de netto niet-rentebaten melden de banken over het algemeen gestegen baten uit zowel provisies en commissies als handelsactiviteiten. In sommige gevallen waren deze baten van voldoende omvang om ruimschoots compensatie te bieden voor de verminderde baten uit looptijdtransformatie, de kernactiviteit van de banken.

Ondanks verdere verbeteringen in sommige landen bleven de belangrijkste bij het toezicht gehanteerde solvabiliteitsratio's voor het bankwezen in het eurogebied globaal ongewijzigd in 2004, het laatste jaar waarvoor geconsolideerde cijfers beschikbaar zijn. Volgens niet-geconsolideerde cijfers die beschikbaar waren voor een reeks grote banken in het eurogebied is in 2005 enige verbetering van de solvabiliteitsindicatoren opgetreden.

In de verzekeringssector in het eurogebied vond in 2005 een verdere verbetering van de winstgevendheid en de vermogenspositie plaats, ofschoon de baten uit beleggingen gematigd bleven onder invloed van de lage rente. De



balansversterking bij schadeverzekeringsmaatschappijen werd veroorzaakt door een winstverbetering van het verzekeringstechnisch bedrijf als gevolg van een strenge discipline bij de premiestelling. In de levensverzekeringssector droegen de lagere rendementsgaranties op spaarproducten bij tot verbetering van de winstgevendheid. Hierbij speelden kostenbesparingen eveneens een rol. Voorts zorgden de voortgaande hervormingen van de overheids-pensioenregelingen in het eurogebied voor een gunstige ontwikkeling van de particuliere spaarproducten op levensverzekeringsgebied. In de herverzekeringssector droeg een daling van de waarde van verkochte polissen bij tot een lagere winst.

Mondiaal zijn de activiteiten van hedgefondsen en participatiemaatschappijen in 2005 verder toegenomen. De inleg in hedgefondsen zette zich in geheel 2005 voort, behalve in het tweede en derde kwartaal toen de inleg enigszins terugliep door lagere rendementen in deze sector. In het voorjaar van 2005 hadden met name bepaalde kredietstrategieën te lijden van de verlaging naar junkstatus van de kredietrating voor twee grote Amerikaanse autofabrikanten. Daarnaast kan niet worden uitgesloten, gezien de groei van hedgefondsen in de markten voor relative value-strategieën en complexe gestructureerde kredietproducten, dat bij een grotere volatiliteit op de kredietmarkten, banken risico lopen op toekomstige verliezen uit hun activi-

teiten op het gebied van hedgefondsen. Uit een recente enquête over de door banken in de EU aangehouden posities in hedgefondsen² bleek echter dat deze posities in de meeste landen niet noemenswaardig waren en/of voornamelijk bestonden uit rechtstreekse participaties. Bovendien waren de bestaande rechtstreekse posities in hedgefondsen over het algemeen van gematigde omvang in verhouding tot de omvang van de bankbalansen en ten opzichte van de posities van vergelijkbare Amerikaanse banken. Dit duidt erop dat de mondiale markt voor de dienstverlening en bemiddeling op dit gebied voornamelijk beheerst blijft door Amerikaanse financiële instellingen.

STRUCTURELE ONTWIKKELINGEN

Structurele veranderingen binnen het bankwezen kunnen gevolgen hebben voor de financiële stabiliteit op de langere termijn, bijvoorbeeld via wijzigingen in de concurrentieverhoudingen of via de toegenomen internationalisering. Binnen het bankwezen in het eurogebied vinden belangrijke structurele ontwikkelingen plaats met betrekking tot consolidatie, internationalisering, financiële intermediatie en financieringsstructuren. Alhoewel de structuur van de bancaire markten door het gehele eurogebied heen verschillen blijft vertonen op het gebied van concentratie, eigendomsstructuur, buitenlandse aanwezigheid en de omvang en het belang van distributiekanaalen, kan dit veranderen door meer fusies en overnames binnen het bankwezen en door andere structurele ontwikkelingen.³

Het tempo van zowel de binnenlandse als de grensoverschrijdende consolidatie is de laatste jaren afgenomen, zoals blijkt uit het lage aantal fusies en overnames en het feit dat kredietinstellingen minder in aantal terugliepen.⁴ In de loop van 2005 vond echter een aantal grote grensoverschrijdende fusies en overnames plaats. Dit bevestigde de tekenen van hernieuwde belangstelling voor grensoverschrijdende consolidatie die zich in 2004 al begon af te tekenen. Mogelijk zal in sommige lidstaten de binnenlandse consolidatie van grote banken geleidelijk ten einde lopen, aangezien de des-

betreffende bancaire markten reeds een zeer hoge graad van concentratie bezitten. Naast autonome groei is grensoverschrijdende consolidatie in deze lidstaten derhalve de voornaamste groeistrategie geworden, ondanks de nog bestaande barrières.

Daarnaast hebben zich tekenen voorgedaan van een geleidelijke verandering in de structuur van de bankbalansen, omdat het kredietbedrijf van de banken een hoger groeitempo laat zien dan het depositobedrijf. Deze trend kan erop duiden dat deposito's minder aantrekkelijk zijn geworden voor huishoudens door de aanhoudend lage rentetarieven en de veranderde risico/rendementsafwegingen en door structurele factoren zoals de gewijzigde demografische verhoudingen, waardoor het belang van particuliere pensioen- en verzekeringsproducten is toegenomen. Het duidt er tevens op dat de banken zich bij hun financiering meer zijn gaan richten op interbancaire en kapitaalmarktinstrumenten.

Daarnaast lijken de banken in het eurogebied meer risico's over te dragen aan andere economische sectoren, in plaats van slechts te bemiddelen tussen kredietgevers en -nemers. Sommige banken lijken zich zelfs af te wenden van de geïntegreerde financiële dienstverlening. Desalniettemin blijft bancaire financiering de meest voorkomende vorm van financiële intermediatie in het eurogebied.⁵

Ten slotte introduceren banken in toenemende mate meer flexibele organisatievormen, besteden zij de taken uit die niet tot de kern van hun toegevoegde waardeactiviteiten behoren en specialiseren zij zich op een specifieke fase van de

2 "Large EU banks' exposures to hedge funds", ECB, november 2005.

3 Voor een nadere analyse van de structurele ontwikkelingen in het bankwezen van de EU en het eurogebied wordt verwezen naar het rapport van het Comité voor Banktoezicht van het ESCB getiteld "EU banking structures", oktober 2005, en naar het artikel "Consolidation and diversification in the euro area banking sector" in het Maandbericht van mei 2005.

4 Het aantal kredietinstellingen nam af met 2,8% in 2004 en 2,3% in 2005 (cijfers op jaarbasis ontleend aan informatie tot en met het derde kwartaal) tot een niveau van iets onder 6.300.

5 De verhouding van de binnenlandse kredietverlening tot het bbp bedroeg in 2005 115%, terwijl de beurskapitalisatie als percentage van het bbp een niveau van 68% bereikte.

dienstverleningscyclus, zoals initiëring, productie, distributie of afwikkeling.

Al met al is de rol van de banken in het eurogebied geleidelijk aan het veranderen. Rechtstreekse financiering via de kapitaalmarkt wordt steeds belangrijker terwijl niet-traditionele financiële dienstverleners verder terrein kunnen winnen op specifieke onderdelen van het bankbedrijf, waardoor de doelmatigheid van het financiële stelsel in het eurogebied wordt vergroot en het risicolandschap wordt getransformeerd.

1.2 SAMENWERKING IN FINANCIËLE CRISSITUATIES

Het EU-kader voor de samenwerking tussen de bevoegde autoriteiten op het terrein van financiële crisisbeheersing is in 2005 verder verbeterd.

Ten eerste hebben de banktoezichthouders, de centrale banken en de Ministers van Financiën van de EU een Memorandum of Understanding (MoU) getekend inzake de samenwerking bij de beheersing van financiële crisissituaties, dat op 1 juli in werking is getreden. Het MoU – tot stand gekomen onder auspiciën van het Economisch en Financieel Comité – is van toepassing op crisissituaties die zowel grensoverschrijdende als systemische gevolgen kunnen hebben voor kredietinstellingen, bankconglomeraten of bancaire onderdelen van financiële conglomeraten. Daarnaast is het MoU van toepassing op andere systemische verstoringen met grensoverschrijdende effecten op de financiële markten, met inbegrip van die welke invloed hebben op het betalingsverkeer of andere marktinfrastructuren. De in het MoU opgenomen uitgangspunten en procedures richten zich op de uitwisseling van informatie tussen de autoriteiten, zienswijzen en beoordelingen en op de samenwerking op nationaal en grensoverschrijdend niveau. Om de verbeterde samenwerking tussen de autoriteiten verder te stimuleren, omvat het MoU tevens procedures voor het ontwikkelen van noodmaatregelen voor

het beheersen van crisissituaties, tezamen met stress testen en simulaties. Het MoU zelf zal worden getest in een crisissimulatie die voor 2006 gepland is.

Ten tweede hebben, voor wat betreft de centrale bank- en toezichtprocedures inzake de grensoverschrijdende aanpak van financiële crises, het Comité voor Banktoezicht van het ESCB en het Comité van Europese Banktoezichthouders zich beraden op verdere verbeteringen van het kader voor crisisbeheersing.

2 FINANCIËLE REGELGEVING EN TOEZICHT

2.1 ALGEMEEN

In juli 2005 heeft de Europese Commissie ter openbare raadpleging een groenboek over het beleid op het gebied van financiële diensten voorgelegd, het “Green Paper on Financial Services Policy (2005-2010)”. In de bijdrage van het Eurosysteem aan deze raadpleging werd benadrukt dat bij een aanpassing van het financiële toezichtkader van de EU de mogelijkheden van het Lamfalussy-kader tot het uiterste zouden moeten worden benut.⁶ Het Eurosysteem toonde zich tevens voorstander van een verdere hervorming van de financiële regelgeving door gebruik te maken van de voornaamste elementen uit het Lamfalussy-kader. Een duidelijker onderscheid zou kunnen worden gemaakt tussen de Core Principles (Niveau 1-wetgeving) en de technische uitwerking (Niveau 2-wetgeving). Dit dient te worden bevorderd door verdere convergentie van de toezichtprocedures, die eveneens een belangrijke rol speelt bij het waarborgen van consistente handhaving in alle lidstaten. Het Eurosysteem merkte tevens op dat de gelijke en consistente samenwerkingsovereenkomsten tussen de nationale autoriteiten en de autoriteiten van het gastland bijzonder belangrijk waren voor financiële conglomeraten die grensoverschrijdend actief zijn. Met betrekking tot de financiële stabiliteit noemde het Eurosysteem als mogelijke verbeterpunten: het grens- en sectoroverschrijdende toezicht op de financiële stabiliteit, het beheersen van financiële stresssituaties en de depositoverzekering.

2.2 BANKWEZEN

Na de publicatie in juni 2004 van het herziene kader voor de internationale convergentie van kapitaalberekeningen en kapitaalstandaarden, dat algemeen bekend staat als Bazel II, is de aandacht van het Bazels Comité voor Bankentoezicht verschoven naar onderwerpen met betrekking tot de invoering van het raamwerk. Het Bazels Comité heeft tevens werkzaamheden verricht op een aantal technische gebieden.

Op Europees niveau is Bazel II opgenomen in de EU-wetgeving door aanpassing van de Gecodificeerde Bankenrichtlijn en de Solvabiliteitsrichtlijn. Het Europese Parlement en de Raad van de EU hebben respectievelijk in september en oktober 2005 de definitieve wetstekst goedgekeurd. De lidstaten dienen hun nationale wetgeving aan te passen aan de nieuwe regelgeving, die vanaf 2007 in werking zal treden. Daarnaast heeft het Bazels Comité eind 2005 een vijfde studie naar de kwantitatieve effecten van de nieuwe kapitaalvereisten (die bekend staat als “QIS 5”) uitgevoerd. De resultaten zullen in het voorjaar van 2006 ter beschikking komen en kunnen aanleiding geven tot verdere kwantitatieve aanpassingen van het kader. Het Comité van Europese Banktoezichthouders was eveneens betrokken bij deze studie.

De ECB zet haar ondersteuning van het werk van het Bazels Comité voort en draagt daaraan bij via haar deelname als waarnemer bij dit Comité en de belangrijkste subgroepen ervan. Voorts heeft de ECB advies uitgebracht over het nieuwe solvabiliteitskader van de EU. Dit advies ondersteunde de algemene strekking van de nieuwe regelgeving.

De ECB heeft tevens de mogelijke beleidsimplicaties van het toegenomen grensoverschrijdende bankbedrijf in de EU geanalyseerd in het kader van het waarborgen van financiële stabiliteit. Deze analyse, die hoofdzakelijk werd uitgevoerd via het Comité voor Bankentoezicht van het ESCB, bestreek het financieel toezicht, de crisisbeheersing, het toezicht op financiële stabiliteit en de depositogarantieregelingen. De resultaten die op dit laatste gebied zijn behaald bleken van nut te zijn voor de huidige herziening door de Europese Commissie van de Richtlijn inzake de Depositogarantiestelsels.⁷

⁶ “Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets”, 15 februari 2001. Dit rapport is beschikbaar op de website van de Europese Commissie. Zie tevens het Jaarverslag 2003, blz. 111.

⁷ “Review of the Deposit Guarantee Schemes Directive (94/19/EC)”, Europese Commissie, 14 juli 2005. Het consultatiedocument is beschikbaar op de website van de Commissie.

2.3 EFFECTENWEZEN

In 2005 richtte het effectenwezen zich voornamelijk op het afronden van het regelgevende kader van de EU. Dit gebeurde door vaststelling van de uitstaande Niveau 2-maatregelen ter uitvoering van de Richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten en de Transparan-terichtlijn. Gezien het belang van deze maatregelen voor de integratie van de Europese financiële markten en ter bevordering van de financiële stabiliteit heeft de ECB de desbetreffende activiteiten op de voet gevolgd en daaraan tevens een bijdrage geleverd via haar deelname aan het Europese Comité voor het Effectenbedrijf.

Het Eurosysteem nam deel aan het debat over de herziening van het Lamfalussy-proces door commentaar te leveren op het voorlopige oordeel van de Europese Commissie dat ter openbare raadpleging was voorgelegd. Het Eurosysteem herhaalde het eerder geuite positieve standpunt ten aanzien van het Lamfalussy-kader. In het bijzonder werd benadrukt dat het Lamfalussy-proces gebruikt zou moeten worden voor het stroomlijnen van de bestaande regelgeving en het ontwikkelen van een gemeenschappelijk stelsel van geharmoniseerde technische regels dat aan de behoeften van zowel de regelgevende autoriteiten als de marktdeelnemers zou voldoen. Dit gemeenschappelijke stelsel van geharmoniseerde regels zou betekenen dat de marktdeelnemers die grensoverschrijdende diensten aanbieden, voortaan kunnen putten uit één enkele bron waarin de rechten en verplichtingen op de desbetreffende gebieden staan beschreven.

Ten slotte droeg het Eurosysteem bij aan het debat over de aanpassing van het EU-kader voor beleggingsfondsen. Dit debat werd ingeluid door het “Green Paper” dat de Europese Commissie op 12 juli 2005 ter openbare raadpleging publiceerde. Daarbij benadrukte het Eurosysteem dat verdere inspanningen om de nog bestaande barrières in de wet- en regelgeving weg te nemen zouden kunnen leiden tot verdere consolidatie van de Europese beleggings-

fondsensector en rationalisering van het productaanbod, met alle daaruit voortvloeiende voordelen voor beleggers en de financiële markt van de EU. Met betrekking tot hedgefondsen steunde het Eurosysteem de tot nu toe op internationaal niveau gehanteerde benadering om de door hedgefondsen veroorzaakte bezorgdheid omtrent de financiële stabiliteit voornamelijk aan te pakken via de interactie met onder toezicht staande ondernemingen, met name banken.

2.4 VERSLAGLEGGING

Op 1 januari 2005 trad Verordening (EG) nr. 1606/2002 van de Raad in werking, die alle beursgenoteerde ondernemingen, inclusief banken, verplicht om hun geconsolideerde financiële rekeningen op te stellen overeenkomstig de nieuwe verslagleggingsregels IFRS. Gezien het belang van solide standaarden voor financiële verslaglegging vanuit een oogpunt van financiële stabiliteit, zette de ECB haar bijdrage aan de werkzaamheden met betrekking tot de tenuitvoerlegging van het nieuwe verslagleggingskader van de EU voort.

Gedurende de eerste helft van het jaar was de aandacht gericht op de invoering, als onderdeel van International Accounting Standard (IAS) 39, van een nieuwe optie om alle soorten financiële instrumenten te waarderen tegen reële waarde⁸, de zogenaamde fair value-optie. Voortgang werd geboekt in een constructieve dialoog tussen de ECB, het Bazels Comité voor Banktoezicht en de International Accounting Standards Board (IASB). Deze bereikte zijn hoogtepunt toen de President van de ECB de IASB in april 2005 per brief meedeelde de voorgestelde aanpassingen aan IAS 39 te onderschrijven. In juni 2005 werden deze aanpassingen door de IASB verwerkt.

⁸ De reële waarde (fair value) is het bedrag waarvoor een actief kan worden verhandeld of een verplichting kan worden afgewikkeld tussen terzake goed geïnformeerde, tot een transactie bereid zijnde partijen, die onafhankelijk zijn. In de praktijk is fair value vaak gelijk aan de marktwaarde of wordt zij geraamd met behulp van een waarderingmethode die de toekomstige kasstromen contant maakt.

In dit verband heeft de ECB, in haar functie van waarnemer bij de Accounting Task Force van het Bazels Comité van Toezichthouders, ook een bijdrage geleverd aan de ontwikkeling van de guidance op dit gebied aan toezichthouders door deze taskforce. In juli 2005 heeft het Bazels Comité een consultatiedocument gepubliceerd onder de titel “Supervisory guidance on the use of the fair value option by banks under International Financial Reporting Standards”, die met name een verband legt – vanuit toezichthouders-perspectief – tussen het gebruik van de fair value-optie en solide risico-beheersingsmethoden.⁹

Het bestuur van de International Accounting Standards Committee Foundation (IASCF) heeft in april 2005 een herziening van de statuten van de IASCF afgerond. In reactie op het commentaar dat tevens van de zijde van de ECB tijdens de consultatieperiode werd ontvangen, heeft het IASCF besloten een nieuwe, geherstructureerde Standards Advisory Council op te richten voor het geven van globaal strategisch advies, evenals een Trustee Appointments Advisory Group, die moet worden geraadpleegd voor de benoeming van nieuwe bestuurders. De ECB is in beide organen vertegenwoordigd.

In het tweede kwartaal van 2005 is het Comité voor Banktoezicht van het ESCB met een analyse begonnen van de verbanden tussen verslagleggingsregels en financiële stabiliteit. De aandacht ligt daarbij op de gevolgen voor de financiële stabiliteit van de invoering van de nieuwe IFRS-standaarden en op beantwoording van de vraag of deze standaarden een effectieve bijdrage leveren aan een verdere versterking van de financiële stabiliteit.

⁹ Het document is niet bedoeld om additionele verslagleggingseisen vast te stellen.

3 FINANCIËLE INTEGRATIE

In het licht van zijn kerntaken heeft het Eurosysteem veel belang bij de financiële integratie in Europa, met name in het eurogebied. Ten eerste bevordert een goed geïntegreerd financieel stelsel een soepele en effectieve transmissie van monetaire beleidssignalen door het gehele eurogebied. Ten tweede heeft de financiële integratie implicaties voor de taak van het Eurosysteem om de financiële stabiliteit te waarborgen. Ook is het van belang voor de effectieve werking van het betalingsverkeer en het goede functioneren van afwikkelingsystemen. Voorts verleent het Eurosysteem, overeenkomstig artikel 105 van het Verdrag en onverminderd het doel van prijsstabiliteit, steun aan het algemene economische beleid in de Gemeenschap. Als prioriteitsdoelstelling van de Gemeenschap kan de financiële integratie de ontwikkeling van het financiële stelsel helpen bevorderen om daarmee de mogelijkheden voor economische groei te vergroten.

Het Eurosysteem maakt over het algemeen onderscheid tussen vier soorten activiteiten waarmee het bijdraagt tot bevordering van de financiële integratie: (i) het verhogen van het bewustzijn over en het houden van toezicht op de voortgang van de Europese financiële integratie, (ii) het optreden als katalysator voor de activiteiten van de particuliere sector door het stimuleren van collectieve actie, (iii) het geven van advies over de inrichting van het wet- en regelgevend kader voor het financiële stelsel en (iv) het verlenen van centralebankdiensten die eveneens de Europese financiële integratie bevorderen. De ECB bleef het gehele jaar 2005 initiatieven op alle vier gebieden ontplooiën, zoals hieronder beschreven. Meer in het algemeen zette de ECB tevens haar onderzoeksactiviteiten met betrekking tot de financiële integratie voort (zie Kader 10).

Kader 10

ONDERZOEKSNETWERK INZAKE DE KAPITAALMARKTEN EN DE FINANCIËLE INTEGRATIE BINNEN EUROPA

De ECB en het Centrum voor Financiële Studiën in Frankfurt hebben de activiteiten van hun onderzoeksnetwerk inzake de kapitaalmarkten en de financiële integratie binnen Europa voortgezet.¹ In de huidige tweede fase van de onderzoeksactiviteiten zijn de prioriteiten van het netwerk uitgebreid met drie aandachtsgebieden: (i) het verband tussen financiële integratie en financiële stabiliteit, (ii) de toetreding tot de EU, de financiële ontwikkeling en de financiële integratie en (iii) de modernisering van het financiële stelsel en de economische groei in Europa.

De eerste conferentie van de tweede fase van het netwerk werd in mei 2005 gehouden bij de Nationale Bank van België in Brussel en was mede georganiseerd door het Centre for Economic Policy Research. De conferentie had als thema de concurrentie, stabiliteit en integratie binnen het Europese bankwezen en behandelde met name de prioriteiten van het netwerk ten aanzien van de bancaire concurrentie en de geografische reikwijdte van de bancaire activiteiten, alsmede de financiële integratie en de financiële stabiliteit.

Een van de voornaamste discussieonderwerpen op de conferentie was het grensoverschrijdend bankbedrijf in Europa. Uit analyses over de toetreding van buitenlandse banken in de opkomende markten, met name Midden- en Oost-Europese landen, Rusland en Oekraïne, bleek dat de kredietverlening door banken in buitenlands eigendom een sterke groei van omzet en vermogen bevordert.² Dit geldt zelfs voor kleinere ondernemingen, ofschoon deze relatief gezien

¹ Voor nadere bijzonderheden over eerdere activiteiten wordt verwezen naar Kader 10 van het Jaarverslag 2003 en Kader 12 van het Jaarverslag 2004, evenals naar de website van het netwerk op www.eu-financial-system.org.

² ECB Working Paper nr. 498, juni 2005.

nog steeds marktaandeel verliezen. Daarnaast heeft de aanwezigheid van buitenlandse banken een positief effect op de beschikbaarheid van krediet, waardoor binnenlandse ondernemingen met een lagere rente, een hogere verhouding schuld/balanstotaal en een langere looptijdenstructuur aan de passiefzijde te maken krijgen. Ten slotte lijkt de toetreding van buitenlandse banken de industriële dynamiek oftewel de “creatieve destructie” te bevorderen, aangezien de toe- en uittredingen van bedrijven toenemen.

Medeorganisator van de tweede conferentie van de tweede fase van het netwerk was de Oostenrijkse Nationalbank, die ook als gastheer optrad bij de conferentie in Wenen in november 2005. De tweede conferentie had als thema de financiële ontwikkeling, de integratie en de stabiliteit in Midden-, Oost- en Zuidoost-Europa en richtte zich met name op één van de aandachtsgebieden van het netwerk: de toetreding tot de EU, de financiële ontwikkeling en de financiële integratie. De resultaten duiden erop dat de (nog kleine) effectenmarkten van de grotere Midden- en Oost-Europese landen, namelijk Tsjechië, Hongarije en Polen, steeds meer zijn geïntegreerd met de effectenmarkten van het eurogebied. Dit is niet het geval voor wat betreft de effectenmarkten van de kleinere Midden- en Oost-Europese landen. Voor een integratie van de overheidsobligatiemarkten in de Midden- en Oost-Europese landen met die van het eurogebied bestaan relatief weinig aanwijzingen.

Het netwerk zal haar activiteiten in 2006 voortzetten met een conferentie bij de Deutsche Bundesbank, met als aandachtsgebied de modernisering van het financiële stelsel en de economische groei in Europa, en een conferentie bij de Banco de España over financiële integratie en financiële stabiliteit.

TOEZICHT OP DE FINANCIËLE INTEGRATIE

In september 2005 heeft de ECB haar eerste rapport en haar eerste reeks indicatoren over financiële integratie gepubliceerd. Deze geven een algemene beoordeling van de mate van financiële integratie in de hoofdsegmenten van de financiële markt in het eurogebied. Bij het beoordelen van de financiële integratie wordt een markt voor een bepaalde reeks financiële instrumenten of diensten als volledig geïntegreerd beschouwd als alle economische subjecten met dezelfde relevante kenmerken die in die markt optreden, te maken hebben met één stelsel van regels, gelijke toegang hebben en gelijk worden behandeld. Twee globale categorieën van indicatoren zijn daarbij bekeken, één op basis van prijzen en één op basis van kwantiteit. De indicatoren kwamen ofwel door berekening tot stand (in het geval van standaarddeviaties en ratio's) of waren op een model gebaseerd (afgeleid van econometrische modellen). De reeks indicatoren zal verder worden ontwikkeld, met name door uitbreiding met indicatoren die gerelateerd zijn aan financiële instellingen en marktinfrastructuren.

De beschikbare gegevens wijzen uit dat de mate van integratie aanmerkelijke verschillen vertoont tussen de verschillende marktsegmenten. De ongedekte geldmarkt (geldmarkttransacties zonder onderpand) is kort na de invoering van de euro volledig geïntegreerd. Daarnaast wordt met de integratie van de repomarkt duidelijk voortgang geboekt. De markten voor overheidsobligaties hadden reeds vóór de aanvang van de monetaire unie een aanzienlijke mate van integratie bereikt, ofschoon er nog steeds enige rendementsverschillen bestaan, onder andere als gevolg van verschillen in de kredietratings van emittenten en de liquiditeit van obligaties. De markt voor bedrijfsobligaties toont eveneens een hoge mate van integratie, terwijl voortgang is geboekt met de integratie van de aandelenmarkten. De bancaire markten, en met name het retailsegment daarvan, zijn over het algemeen veel minder geïntegreerd. Per saldo worden tussen de landen van het eurogebied nog steeds enige verschillen waargenomen in de bancaire debet- en credittarieven (zie Kader 11).

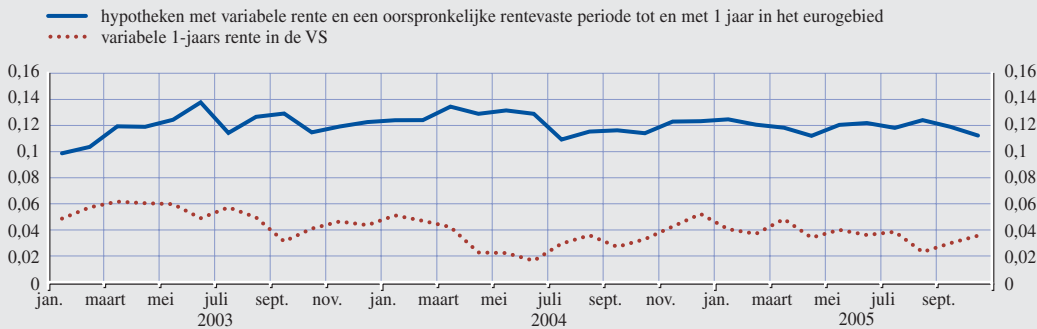
Kader 11

INTERREGIONALE VERGELIJKING VAN DE HYPOTHEEKRENTE IN HET EUROGEBIED EN IN DE VERENIGDE STATEN

In dit Kader wordt de mate van heterogeniteit tussen de landen van het eurogebied geanalyseerd voor wat betreft de rente op woninghypotheken voor huishoudens. De bevinding dat de hypotheekrente in het eurogebied per saldo meer verschilt tussen de diverse landen dan de Amerikaanse hypotheekrente verschilt tussen de diverse regio's kan erop duiden dat de hypotheekmarkt in het eurogebied minder geïntegreerd is. In dit verband moet worden opgemerkt dat de in de analyse gebruikte gegevens voor de Verenigde Staten geen rekening houden met de spreiding binnen de regio's (tussen de staten).

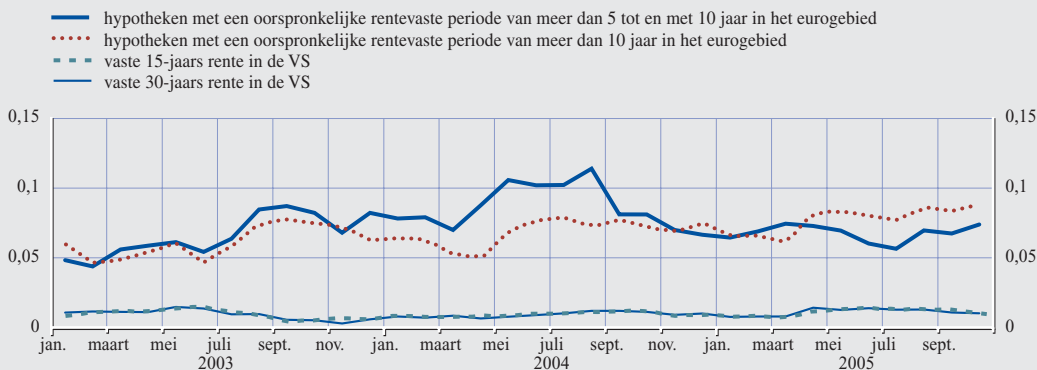
Grafiek A Spreiding van de variabele korte rente op woninghypotheken voor huishoudens en de vergelijkbare marktrente in regio's van de VS resp. eurolanden

(tarieven voor nieuwe kredieten; variatiecoëfficiënt)



Grafiek B Spreiding van de lange rente op woninghypotheken voor huishoudens en de vergelijkbare marktrente in regio's van de VS resp. eurolanden

(tarieven voor nieuwe kredieten; variatiecoëfficiënt)



Bronnen: Freddie Mac, Primary Mortgage Market Survey en ECB.

Toelichting: Ter vermijding van een onjuiste voorstelling van het rentebelooft als gevolg van een laag/volatiel kredietvolume zijn voor de berekening van de spreiding in het eurogebied slechts de cijfers van landen met een aanzienlijk kredietvolume gebruikt. Voor de spreiding in de VS zijn de gegevens van vijf Amerikaanse regio's gebruikt (noordoosten; zuidoosten; midden-noorden; zuidwesten; westen). Niet uitgesloten kan worden dat een deel van de spreiding binnen de regio's (d.w.z. de staten van de VS) niet goed wordt weergegeven en dat de spreidingsuitkomsten in de VS enigszins hoger zouden uitkomen als rekening wordt gehouden met de intraregionale spreiding. Verder kan de spreidingsgraad worden beïnvloed door de omvang van de gehouden steekproeven.

Voor een deel kan het verschil in rente op woninghypotheken voor huishoudens binnen het eurogebied worden verklaard door verschillen in de financieringsstructuur van hypothecaire leningen, die het soort hypotheekproduct mogelijk beïnvloeden. De hypotheekmarkt in het eurogebied is nog steeds versnipperd op het gebied van de financiering van hypotheekleningen. Deze varieert van het aantrekken van deposito's tot de uitgifte van hypothecaire obligaties en door hypothecaire zekerheid gedekte effecten. Verschillen in hypotheekrente kunnen eveneens ontstaan door verschillen in productkenmerken, rentevaste perioden en klantvoorkeuren (zoals wordt geïllustreerd door verschillen in de looptijd en de verhouding hypotheekschuld/waarde eigen woning) evenals door verschillen in de rol van overheids- en marktregelgeving.

Tegen deze achtergrond was in de periode van januari 2003 tot en met september 2005 de spreiding van de rente op woninghypotheken voor huishoudens tussen de verschillende landen van het eurogebied significant hoger dan de spreiding van de hypotheekrente tussen de diverse regio's in de Verenigde Staten (zie Grafieken A en B).

OPTREDEN ALS KATALYSATOR VOOR ACTIVITEITEN VAN DE PARTICULIERE SECTOR

Het Short-Term European Paper (STEP)-initiatief, gestart en geleid door de ACI, de vereniging van financiële markten, beoogt de convergentie van standaarden in de versnipperde Europese markt voor kortlopende effecten te bevorderen. Middel daartoe is de naleving door marktdeelnemers van de marktafspraken in het kader van STEP, die openbaarmaking, documentatie, afwikkeling en de verstrekking van gegevens bestrijken. Sinds mei 2005 wordt de ACI bij dit initiatief ondersteund door de Europese bankenfederatie, die rechtstreeks zal bijdragen aan het functioneren van de STEP-markt. Het eerste programma onder het STEP-keurmerk wordt begin 2006 verwacht.

De ECB ondersteunt dit initiatief door op te treden als katalysator, bijvoorbeeld door het verschaffen van een forum voor discussie en het openstellen van haar website voor de openbare raadpleging van de ACI. Daarnaast zal het Eurosysteem operationele steun verlenen. In juli 2004 besloot de Raad van Bestuur om in principe ondersteuning te bieden aan de werkzaamheden rond de invoering van een STEP-keurmerk gedurende een periode van twee jaar na invoering. Het STEP-secretariaat, dat wordt beheerd door de Europese bankenfederatie, zal de keurmerkprocedure uitvoeren met de hulp van diverse nationale centrale banken van het eurogebied. De Raad van Bestuur heeft, na een

doelmatigheidsonderzoek van het proces van gegevensverzameling, tevens besloten het verzoek in te willigen om op continuïteitsbasis STEP-statistieken met rendements- en volumegegevens op te stellen en te publiceren.

In 2005 heeft de ECB opnieuw steun verleend aan de vorming van het Gemeenschappelijke Eurobetalingsgebied. Daarbij heeft de ECB zich primair gericht op het tijdig bereiken van de eerste mijlpaal van het Gemeenschappelijke Eurobetalingsgebied, waardoor ingezetenen van het eurogebied vanaf 1 januari 2008 in staat zullen zijn om naast de bestaande nationale betaalinstrumenten, de betaalinstrumenten van het Gemeenschappelijke Eurobetalingsgebied te gebruiken voor overboekingen, automatische incasso's en kaarttransacties. Daarnaast volgde de ECB de werkzaamheden van het bankwezen om een tweede mijlpaal te bereiken, waardoor er vanaf eind 2010 een volledige infrastructuur zal bestaan voor het verrichten van overboekingen, automatische incasso's en kaarttransacties binnen het Gemeenschappelijke Eurobetalingsgebied. De ECB verleende actief steun aan de Europese Betalingsraad, terwijl op hoog niveau coördinatie plaatsvond tussen het Eurosysteem en de Europese Betalingsraad op bijeenkomsten van de Contactgroep Eurobetalingsstrategie. Om zich te verzekeren van de betrokkenheid van alle belanghebbenden heeft het Eurosysteem een aantal bijeenkomsten georganiseerd met eindgebruikers van het Gemeen-

schappelijke Eurobetalingsgebied, waaronder consumentenorganisaties, MKB-bedrijven, toonbankinstellingen en treasurers. Vervolgens zette het Eurosysteem een dialoog met de banken in gang over hoe de wensen en verwachtingen van deze groepen het beste gestalte zouden kunnen krijgen in het project. De ECB bestempelde de werkzaamheden van de Europese Betalingsraad met betrekking tot het vaststellen van standaarden en bedrijfsregels voor kaarttransacties, overboekingen en automatische incasso's in het Gemeenschappelijke Eurobetalingsgebied als een grote prestatie, maar stelde tevens vast dat er nog veel werk te verzetten valt om de nationale barrières weg te nemen en tegemoet te komen aan de wensen van de verschillende eindgebruikers. Met het oog op de migratie vanaf 2008 van de nationale betaalinstrumenten naar de betaalinstrumenten van het Gemeenschappelijke Eurobetalingsgebied initieerde de ECB op hoog niveau een dialoog tussen de centrale banken van het Eurostysteem en de grote kredietinstellingen in het eurogebied om zich te verzekeren van hun inzet ten aanzien van de investeringen in het Gemeenschappelijke Eurobetalingsgebied en de oplevering van dit project.

De ECB heeft een economisch-juridische analyse uitgevoerd van de door systemen voor kaartbetalingen binnen het eurogebied berekende uitwisselingsstarieven. Daarnaast heeft de ECB, in nauwe samenwerking met de nationale centrale banken, tevens een enquête gehouden onder ruim 100 verschillende elektronische betaalsystemen in de EU, waarbij informatie werd verzameld over innovatieve elektronische betalingswijzen. De resultaten zullen in 2006 beschikbaar komen.

Op het gebied van de effectenclearing en -afwikkeling bestaat concurrentie tussen de marktdeelnemers die verschillende integratieoplossingen aanbieden. Hoewel het Eurosysteem een neutrale houding aanneemt ten aanzien van deze oplossingen, wordt verdere integratie in hoge mate ondersteund. In dit verband werden halfjaarlijkse bijeenkomsten gehouden met de Contactgroep Infrastructuren

Euro-effecten, waarbij vertegenwoordigers van het bankwezen en de effectenafwikkelingssector van het eurogebied de integratie van de effectenafwikkelingsystemen in het eurogebied hebben besproken. Bijeenkomsten werden tevens gehouden met brancheorganisaties. Daarnaast maakte de ECB deel uit van de Adviserende en Toezichthoudende Groep inzake Clearing en Afwikkeling evenals de Werkgroep Rechtszekerheid, die respectievelijk in 2004 en 2005 door de Commissie zijn opgericht om de 15 barrières voor integratie te helpen wegnemen. Dit zijn de barrières die door de Giovannini-groep zijn gesignaleerd op technisch gebied en op het gebied van marktprocedures, belastingprocedures en juridische aangelegenheden.

Het European Master Agreement (EMA) is een initiatief waarbij grensoverschrijdende handel op basis van een juridische raamovereenkomst wordt toegestaan. Dit is een overeenkomst voor meerdere taalgebieden, jurisdicties en producten die met name de handel in repo's, vreemde valuta, derivaten en effectenkredieten omvat. De ECB, die actief is geweest bij het opstellen van het EMA, past deze overeenkomst sinds 2001 toe bij al haar repo-overeenkomsten met Europese tegenpartijen inzake het beheer van de externe reserves en het eigen vermogen en, sinds juni 2005, tevens bij haar derivatentransacties in 15 Europese jurisdicties.

ADVIES OVER DE INRICHTING VAN HET WET- EN REGELGEVEND KADER VAN HET FINANCIËLE STELSEL

Het Eurosysteem heeft bijgedragen tot de openbare raadplegingen die de Europese Commissie heeft gehouden inzake (i) het groenboek over het beleid op het gebied van financiële diensten (2005-2010) (zie paragraaf 2.1 van dit Hoofdstuk), (ii) de verbetering van het EU-kader voor beleggingsfondsen (zie paragraaf 2.3 van dit Hoofdstuk), (iii) de hypotheekkredietverlening in de EU en (iv) de effectenclearing- en -afwikkelingsystemen. De ECB nam tevens deel aan de werkzaamheden van de Commissie met betrekking tot een nieuw wettelijk kader voor het betalingsverkeer, waarmee wordt beoogd de doelmatigheid en de veiligheid van het

betalingsverkeer te verhogen door het wegnemen van technische en juridische barrières, en de bescherming van consumenten te verbeteren.

In maart 2005 heeft de ECB advies uitgebracht over een voorstel voor een besluit van de Raad betreffende de ondertekening van het Verdrag van Den Haag inzake effecten die bij een intermediair worden aangehouden. De ECB merkte op dat dit Verdrag een mogelijke benadering bood om ter vermijding van rechtsconflicten de lokalisering van een effectenrekening vast te leggen en gaf aan prijs te stellen op een uitgebreide beoordeling vooraf van de gevolgen van dit Verdrag in de EU. Een dergelijke beoordeling zou niet ten koste moeten gaan van de initiatieven van de Gemeenschap op het gebied van clearing en afwikkeling noch van de behoefte aan inhoudelijke hervorming en harmonisatie van de wetgeving inzake het girale effectenverkeer. Voorts nam de ECB deel aan de activiteiten van UNIDROIT, het Internationaal Instituut voor de Eenmaking van Privaatrecht, met betrekking tot een internationaal conceptverdrag over geharmoniseerde regels voor effecten die bij een intermediair worden aangehouden.

LEVERING VAN CENTRALE-BANKDIENSTEN DIE BEVORDERLIJK ZIJN VOOR DE FINANCIËLE INTEGRATIE

In 2005 zijn de werkzaamheden voortgezet met betrekking tot TARGET2, de volgende generatie van het TARGET-systeem (zie paragraaf 2.2 in Hoofdstuk 2). Het Eurosysteem heeft tevens de eerste stappen gezet op de weg naar geleidelijke invoering van een Enkelvoudige Lijst in het onderpandskader van het Eurosysteem (zie paragraaf 1 in Hoofdstuk 2). Op mondiaal niveau nam de ECB deel aan de werkzaamheden met betrekking tot de analyse van grensoverschrijdende onderpandsovereenkomsten. Deze werkzaamheden werden in werkgroepverband uitgevoerd in opdracht van het G10 Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS).

4 TOEZICHT OP DE MARKTINFRASTRUCTUREN

Tot de statutaire taken van het Eurosysteem behoort het uitoefenen van toezicht op betalings- en clearingsystemen. Het doel van dit toezicht is ervoor te zorgen dat de algehele inrichting van betaalstromen binnen de economie doelmatig en veilig is. Daarnaast heeft het Eurosysteem een algemeen belang bij de effectenclearing- en -afwikkelingssystemen omdat storingen tijdens de afwikkeling en bewaarneming van onderpand de uitvoering van het monetaire beleid en de goede werking van betalingssystemen in gevaar kunnen brengen. De ECB droeg bij aan het internationale debat over toezicht in twee rapporten die door het CPSS in mei 2005 zijn gepubliceerd.¹⁰

4.1 TOEZICHT OP (DE INFRASTRUCTUREN VAN) HET HOOGWAARDIGE BETALINGSVERKEER IN EURO

De rol van het Eurosysteem als toezichthouder strekt zich uit tot alle eurobetalingssystemen, met inbegrip van die welke worden beheerd door het Eurosysteem zelf. Het Eurosysteem past dezelfde oversightnormen toe op zowel de eigen systemen als die welke in particuliere handen zijn. Deze normen staan bekend als de “Core Principles for Systemically Important Payment Systems”, die in 2001 door de Raad van Bestuur zijn overgenomen.

TARGET

Het toezichtskader voor het bestaande TARGET-systeem is volledig ingevoerd. Voor wat betreft het toezicht op het toekomstige TARGET2-systeem is een algemeen organisatorisch kader aanwezig. De ECB is belast met de leiding en de coördinatie van het TARGET2-toezicht van de centrale banken in TARGET2. De nationale centrale banken zijn primair verantwoordelijk voor de uitvoering van toezichtactiviteiten op de lokale componenten van het systeem – wanneer die slechts betrekking hebben op de binnenlandse omgeving – en nemen daarnaast deel aan het centrale toezicht. De ontwikkeling van het TARGET2-systeem wordt gevolgd door de overseers op TARGET en, evenals andere hoogwaardige eurobetalingssys-

temen in het eurogebied, zal TARGET2 moeten voldoen aan de toezichtsnormen van het Eurosysteem. Op dit moment wordt een uitgebreide voorlopige toets van TARGET2 in de ontwerp-fase uitgevoerd.

Vooruitlopend op de aansluiting op TARGET van SORBNET-EURO, het real-time bruto-vereveningssysteem voor eurobetalingen van Narodowy Bank Polski, welke aansluiting via Banca d'Italia en haar BI-REL-systeem zal plaatsvinden, werd SORBNET-EURO in het begin van 2005 getoetst door de toezichthouders op TARGET. In het kader van de uitbreiding van de EMU wordt tevens een verdere uitbreiding van het huidige TARGET-systeem verwacht. De real-time bruto-vereveningssystemen die zich volgens plan zullen aansluiten op het huidige TARGET-systeem zullen, tezamen met alle andere systeemkritische euro-infrastructuren in de desbetreffende lidstaten, worden getoetst overeenkomstig het gemeenschappelijke toezichtsbeleid van het Eurosysteem.

EURO1

EURO1 is een netto-verrekeningssysteem voor hoogwaardige eurobetalingen, dat in eigendom en beheer is van een particulier bedrijf, EBA Clearing Company. In 2005 richtte het EURO1-toezicht zich op de juridische soliditeit van het systeem. Om het EURO1-systeem gereed te maken voor toetreding van banken in de nieuwe EU-lidstaten, heeft de systeembeheerder juridisch advies ingewonnen bij de relevante jurisdicties om zich ervan te vergewissen dat EURO1 na deze toetreding nog steeds zou voldoen aan Core Principle I (juridische soliditeit). De juridische adviezen zijn vervolgens getoetst door de ECB in haar capaciteit als overseer op EURO1. Deze toetsing bracht enkele algemene tekortkomingen aan het licht in de nationale wetgeving van de betrokken landen, die tevens van invloed zouden kunnen zijn op de soliditeit van de andere betalingssystemen in die landen. Op dit terrein heeft follow-up plaatsgevonden

¹⁰ Zie de BIS-rapporten getiteld “Central bank oversight of payment and settlement systems” en “New developments in large-value payment systems”.

door de ECB in nauwe samenwerking met de desbetreffende nationale centrale banken.

CLS-SYSTEEM

In het Continuous Linked Settlement (CLS)-systeem worden valutatransacties in 15 valuta's op basis van betaling-tegen-betaling afgewikkeld, waardoor een zeer groot deel van het afwikkelingsrisico bij valutatransacties wordt uitgeschakeld.

In december 2005 werden binnen het CLS-systeem gemiddeld 194.000 transacties per dag verwerkt, met een gemiddelde waarde per dag van USD 2,6 biljoen.¹¹ Na de Amerikaanse dollar is de euro de belangrijkste verrekeningsvaluta. In december 2005 werd in het CLS-systeem gemiddeld voor €429 miljard per dag in euro verrekend, oftewel 20% van het totaal aan verrekende bedragen (verrekeningen in Amerikaanse dollars maakten daarvan 47% uit). Het aandeel van de euro is ten opzichte van december 2004 licht gedaald als gevolg van het grotere aantal binnen het CLS-systeem verrekende valuta's.

In 2006 zal de BIS onder grote valutamarktpartijen een onderzoek uitvoeren om de risicobeperkingsmethoden in kaart te brengen die deze partijen gebruiken om het afwikkelingsrisico bij valutatransacties te verlagen. De resultaten van dit onderzoek zullen de basis vormen van een beoordeling door de centrale banken van de G-10-strategie om het afwikkelingsrisico bij valutatransacties te verminderen, zoals omschreven in het in 1996 gepubliceerde BIS-rapport getiteld "Settlement risk in foreign exchange transactions". Bekeken zal worden of de sinds 1996 doorgevoerde maatregelen als succesvol kunnen worden beschouwd of dat mogelijk nog regelgevende maatregelen nodig zijn om een aanvaardbaar niveau van het afwikkelingsrisico bij valutatransacties te bereiken.

SWIFT

De Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication (SWIFT) is een coöperatieve onderneming met beperkte aansprakelijk-

heid, die veilige berichtgevingdiensten biedt aan ruim 7.500 financiële instellingen.

In 2005 hebben de centrale banken die bij het oversight op SWIFT samenwerken, de praktische toezichtsafspraken verder aangescherpt. De twee kernconcepten bij de oorspronkelijke opzet van het oversight op SWIFT zijn blijven bestaan, namelijk het concept van coöperatief oversight met de Nationale Bank van België als lead overseer, en het concept van morele overreding bij het aanbrengen van wijzigingen. In het kader van deze aangescherpte afspraken hebben de ECB en de Nationale Bank van België hun samenwerking bij het toezicht op SWIFT in februari 2005 formeel bekrachtigd.

BUSINESS CONTINUITY

Op 10 mei 2005 heeft de ECB ter openbare raadpleging een "issues paper" voorgelegd onder de titel "Payment systems business continuity". Dit document bevat invoeringsrichtlijnen met betrekking tot de business continuity van systeemkritische betalingssystemen op basis van Core Principle VII. Het richt zich op de belangrijkste elementen van de business continuity zoals strategie, planning, crisisbeheersing en testen. Het ontvangen commentaar zal worden verwerkt tijdens de afrondingsfase van het document dat in 2006 zal plaatsvinden. De finale versie zal naar verwachting worden toegepast bij de opzet en werking van de business continuity plannen voor systeemkritische betalingssystemen en bij de oversight toetsingen door het Eurostelsel.

4.2 RETAILBETALINGSVERKEER

OVERSIGHT OP HET RETAILBETALINGSVERKEER

De 15 systemen voor retailbetalingen in euro die als systeemkritisch of van groot belang worden beschouwd (op basis van de in 2003 door de Raad van Bestuur goedgekeurde "Standaarden in het kader van het toezicht op betalingssys-

¹¹ Elke verrekening in vreemde valuta bestaat uit twee transacties, één in elk van de betrokken valuta's. In december 2005 heeft het CLS-systeem derhalve transacties verrekend met een gemiddelde waarde per dag van USD 1,3 biljoen (€ 1,1 biljoen).

temen voor retailbetalingen in euro”) werden in 2004 en 2005 door het Eurosysteem getoetst aan de van toepassing zijnde Core Principles. Twee systeemkritische systemen en één systeem van groot belang voldeden aan alle van toepassing zijnde Core Principles. Bij de overige systemen werden tekortkomingen gesignaleerd met betrekking tot één of meer Core Principles. De beoordelingen geven echter de situatie van eind juni 2004 weer; men is doende de gesignaleerde tekortkomingen – die in ernst variëren – te corrigeren.¹²

4.3 EFFECTENCLEARING EN -AFWIKKELING

Het Eurosysteem heeft een bijzonder belang bij de goede werking van effectenclearing- en -afwikkelingssystemen en het oversight daarop. Ten eerste toetst het Eurosysteem of de effectenafwikkelingsystemen (SSS, Securities Settlement Systems) in het eurogebied voldoen aan de “Standaarden voor het gebruik van effectenafwikkelingsystemen in de EU bij krediettransacties van het ESCB” (die bekend staan als de “gebruikersnormen van het Eurosysteem”)¹³. Dit geldt eveneens voor de koppelingen tussen die effectenafwikkelingsystemen. Ten tweede werkt het Eurosysteem samen met de autoriteiten die op het niveau van de EU verantwoordelijk zijn voor de regelgeving voor – en het oversight op – effectenclearing- en -afwikkelingsystemen.

TOETSING VAN EFFECTENAFWIKKELINGSSYSTEMEN AAN DE GEBRUIKERSNORMEN

In het kader van zijn reguliere oversight op effectenafwikkelingsystemen heeft het Eurosysteem in 2004 een nieuwe procedure aanbevolen voor de uitgifte, bewaarneming en afwikkeling van internationale schuldbewijzen. Deze schuldtitels, die worden uitgegeven door Euroclear Bank (België) en Clearstream Banking Luxembourg, de twee internationale centrale effectenbewaarinstanties (ICSD’s), nemen een belangrijk deel van de beleenbare effecten voor de krediettransacties van het Eurosysteem voor hun rekening. In 2005 zijn de ICSD’s, tezamen met andere marktdeelnemers, met voorberei-



dingswerkzaamheden begonnen voor de invoering van de “New Global Note” (NGN)-structuur. Onder deze nieuwe structuur zal de NGN – een nieuw wereldwijd certificaat aan toonder – de uitgegeven effecten vertegenwoordigen. Overeenkomstig de voorwaarden van de NGN zal het juridisch relevante bewijs van de schuldverplichting van de emittent door de ICSD’s worden beheerd. De NGN voor beleenbare effecten voor transacties van het Eurosysteem zal worden bewaard bij één van de ICSD’s. De ICSD’s zullen met elke emittent van een NGN een rechtstreekse contractuele relatie aangaan. Voor verdere informatie over de NGN-structuur wordt onder andere verwezen naar de websites van de ICSD’s. De invoering van de nieuwe structuur is gepland voor 30 juni 2006. Internationale schuldbewijzen die na die datum worden uitgegeven zullen alleen als onderpand voor krediettransacties van het Eurosysteem in aanmerking komen wanneer zij in NGN-vorm zijn. Dit geldt niet voor schuldtitels die vóór 30 juni zijn uitgegeven.

12 Zie het rapport van de ECB getiteld “Assessment of euro area retail payment systems against the applicable Core Principles”, augustus 2005.

13 Bij ontstentenis van geharmoniseerde toezichtnormen op het niveau van de EU worden de gebruikersnormen van het Eurosysteem de facto beschouwd als de gemeenschappelijke normen voor effectenafwikkelingsystemen in de EU en worden zij derhalve in dit Hoofdstuk behandeld. De gebruikersnormen zijn echter niet bedoeld als een allesomvattend stelsel van normen voor het toezicht op effectenafwikkelingsystemen.

SAMENWERKING MET HET COMITÉ VAN EUROPESE EFFECTENREGELGEVERS

In 2001 heeft de Raad van Bestuur een kader voor samenwerking tussen het ESCB en het Comité van Europese Effectenregelgevers (CESR, Committee of European Securities Regulators) inzake effectenclearing- en -afwikkelingssystemen goedgekeurd. Daarbij is een werkgroep ingesteld die bestaat uit één vertegenwoordiger van elke centrale bank van het ESCB en van elke effectenregelgever binnen het CESR. Op basis van de door de Internationale Organisatie van Effectentoezichthouders (IOSCO, International Organization of Securities Commissions) en het CPSS opgestelde aanbevelingen voor effectenafwikkelingssystemen (die bekend staan als de “CPSS/IOSCO-aanbevelingen”) heeft genoemde werkgroep een consultatiedocument opgesteld onder de titel “Standards for securities clearing and settlement in the European Union”¹⁴, dat in oktober 2004 voor openbare raadpleging is goedgekeurd door zowel de Raad van Bestuur als het CESR. Dit consultatiedocument bevat 19 standaarden¹⁵ die beogen de veiligheid, soliditeit en doelmatigheid van de clearing en afwikkeling van effectentransacties in de EU te verhogen. In vergelijking met de CPSS/IOSCO-aanbevelingen bevatten de ESCB/CESR-standaarden op sommige terreinen verdergaande en strengere eisen vanwege de specifieke kenmerken van de Europese markten. In het algemeen zijn de ESCB/CESR-standaarden erop gericht de veiligheid en de doelmatigheid van de marktinfrastructuur te bevorderen en zo de integratie en het concurrentievermogen van de kapitaalmarkten van de EU te stimuleren. Met de werkzaamheden van de Europese Commissie op dit terrein is rekening gehouden.

Sinds oktober 2004 heeft de werkgroep haar werkzaamheden op de volgende vier terreinen voortgezet: (i) ontwikkeling van de toetsingsmethodiek voor de standaarden voor effectenafwikkelingssystemen, (ii) ontwikkeling van standaarden en een methodiek voor de toetsing van centrale tegenpartijen, (iii) analyse van aangelegenheden met betrekking tot bewaarnemende banken, en (iv) analyse van onderwerpen die

van belang zijn voor de samenwerking tussen regelgevende en toezichhoudende autoriteiten.

De werkgroep heeft haar werkzaamheden op een open en transparante wijze verricht. In 2005 is een groot aantal bijeenkomsten gehouden met vertegenwoordigers uit de clearing- en afwikkelingssectoren van het bank- en effectenwezen. Deze bijeenkomsten hadden tot doel specifieke aangelegenheden te bespreken en een beter onderling begrip te kweken voor de gebruiken in genoemde sectoren en voor de zorgen van de autoriteiten. Voorts was sprake van een toegenomen samenwerking tussen de centrale banken en effectenregelgevers enerzijds en de bankentoezichthouders anderzijds.

¹⁴ Beschikbaar op de website van de ECB.

¹⁵ Beschikbaar op de website van de ECB.

Kunstenaar

Maria Hedlund

Titel

Loosing Ground, 2003

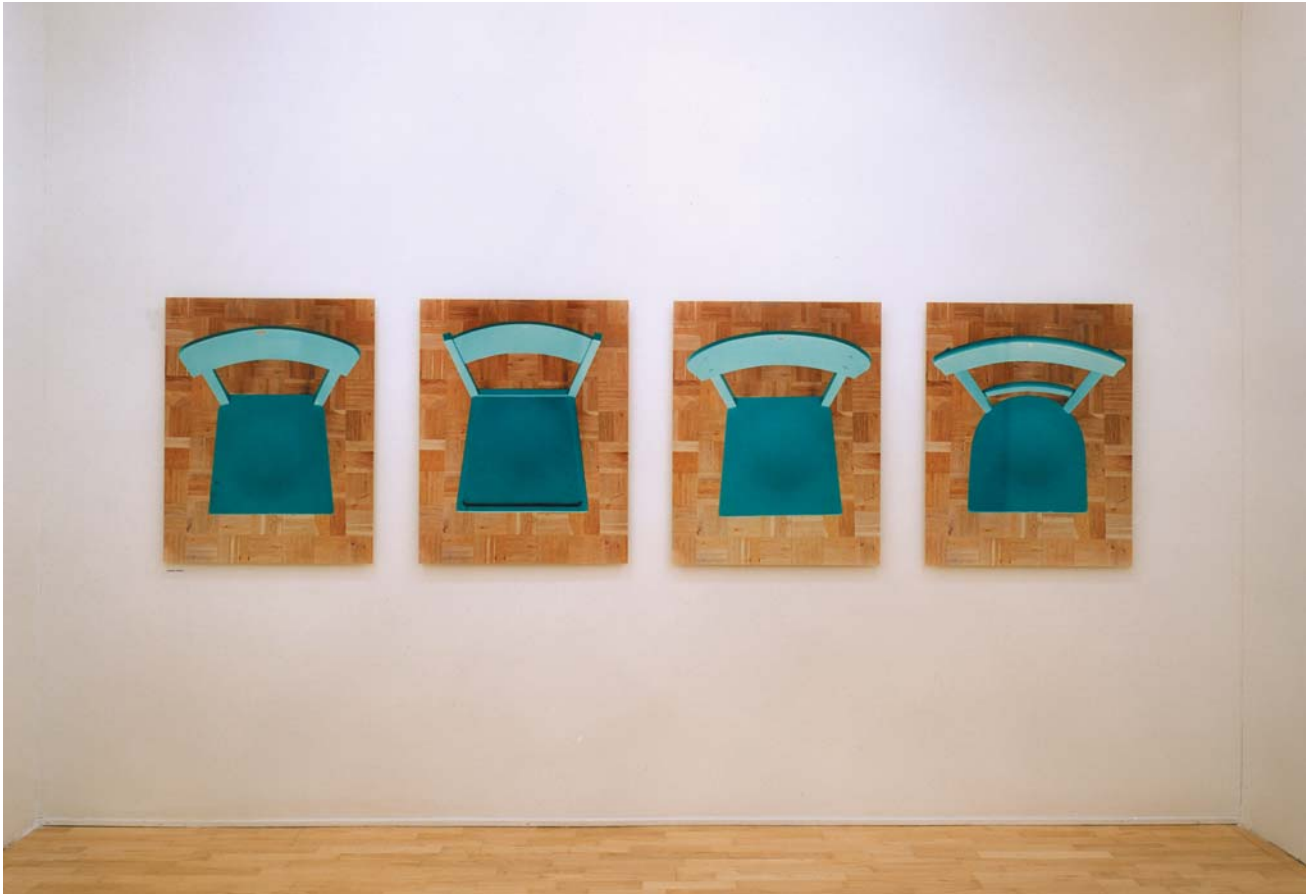
Materiaal

4 c-prints op aluminium

Afmetingen

elk 85 x 76 cm

© ECB en de kunstenaar



HOOFDSTUK 4

EUROPESE EN INTERNATIONALE BETREKKINGEN

I EUROPESE AANGELEGENHEDEN

In 2005 is de ECB haar reguliere contacten met de instellingen en organen van de EU blijven onderhouden. De President van de ECB woonde vergaderingen bij van de Ecofin-Raad wanneer daar aangelegenheden werden besproken die verband hielden met de taken en doelstellingen van het ESCB. De President van de Eurogroep en een lid van de Europese Commissie namen deel aan vergaderingen van de Raad van Bestuur wanneer zij dit toepasselijk achtten. De President en de Vice-President van de ECB namen eveneens deel aan de vergaderingen van de Eurogroep, die is blijven fungeren als een bijzonder belangrijk forum voor een open en informele beleidsdialoog tussen de ECB, de ministers van financiën van de landen van het eurogebied en de Commissie.

I.1 BELEIDSAANGELEGENHEDEN

HET STABILITEITS- EN GROEIPACT

In 2005 bestond er een buitensporig tekort in 12 EU-lidstaten (zie ook paragraaf 2.5 in Hoofdstuk 1). In het eurogebied werden buitensporig-tekortprocedures in gang gezet of liepen nog met betrekking tot Duitsland, Griekenland, Frankrijk, Italië en Portugal, terwijl de procedure met betrekking tot Nederland werd opgeheven. In januari 2005 kwam de Ecofin-Raad, op grond van een door de Europese Commissie uitgevoerde analyse, overeen dat in dat stadium ten aanzien van Duitsland en Frankrijk geen verdere stappen in het kader van de buitensporig-tekortprocedure behoeften te worden ondernomen. De Ecofin-Raad maande in februari 2005 Griekenland aan zo snel mogelijk, maar uiterlijk in 2006, een eind te maken aan zijn buitensporig-tekortsituatie. In juli 2005 verzocht de Ecofin-Raad Italië zijn buitensporig tekort uiterlijk 2007 te corrigeren, en kende daarbij een verlengde termijn toe vanwege bijzondere omstandigheden. Voor Portugal stelde de Ecofin-Raad in september 2005 een verlengde termijn vast van uiterlijk 2008, eveneens gezien bijzondere omstandigheden. In januari 2006 besloot de Ecofin-Raad dat er in het Verenigd Koninkrijk sprake is van een buitensporig tekort en verzocht de Raad het land zo spoedig

mogelijk, en uiterlijk in het begrotingsjaar 2006-2007, een eind te maken aan de buitensporig-tekortsituatie. Van de nieuwe lidstaten hadden Tsjechië, Cyprus, Hongarije, Malta, Polen en Slowakije eveneens te maken met buitensporig-tekortprocedures. De begrotings situatie in Hongarije verslechterde gedurende het gehele jaar snel, en op 8 november verklaarde de Ecofin-Raad dat de door Hongarije ondernomen actie niet voldoende was. Verdere stappen ten aanzien van de buitensporig-tekortprocedures van lidstaten zullen afhangen van de begrotingsuitkomsten voor 2005 en van de consolidatieplannen en acties van de landen, in vergelijking met hun verplichtingen voor 2006 en daarna.

De procedurele regels zoals die waren vastgelegd in het Stabiliteits- en Groeipact zijn in de loop van 2005 hervormd. Na de technische besprekingen die sinds medio 2004 hadden plaatsgevonden, bereikte de Ecofin-Raad op 20 maart 2005 een politiek akkoord en bood de Raad de Europese Raad een rapport aan getiteld “De uitvoering van het stabiliteits- en groeipact verbeteren”. Na de politieke goedkeuring van de Europese Raad voltooide de Ecofin-Raad de formele herziening van het Pact en amendeerde de Raad de Verordeningen van de Raad met betrekking tot het Stabiliteits- en Groeipact.¹ In oktober 2005 keurde de Ecofin-Raad tevens een herziene Gedragscode goed, die procedurele specificaties en richtlijnen bevat voor de tenuitvoerlegging van het Pact. De Europese Commissie en de relevante EU-fora zijn het gehele jaar blijven werken aan procedurele en methodologische kwesties in verband met het hervormde Pact.

Onder de wijzigingen in het Pact zijn de introductie van landspecifieke middellange-termijn-

1 Twee nieuwe Verordeningen van de Raad zijn op 27 juni 2005 aangenomen: Verordening (EG) nr. 1055/2005 van de Raad tot wijziging van Verordening (EG) nr. 1466/97 van de Raad over versterking van het toezicht op begrotings situaties en het toezicht op en de coördinatie van het economische beleid, en Verordening (EG) nr. 1056/2005 van de Raad tot wijziging van Verordening (EG) nr. 1467/97 over de bespoediging en verduidelijking van de tenuitvoerlegging van de procedure bij buitensporige tekorten.

begrotingsdoelstellingen met aanpassingstrategieën die de nadruk leggen op consolidatie-inspanningen gedurende tijden van economische voorspoed. Dit vormt onderdeel van de preventieve instrumenten van het Pact. Ook in het kader voor de buitensporig-tekortprocedures (d.w.z. de correctieve instrumenten) zijn wijzigingen aangebracht. Een ernstige economische neergang, waardoor een land wordt vrijgesteld van een buitensporig-tekortprocedure, wordt nu gedefinieerd als een jaarlijkse daling van het reële bbp of als een gecumuleerd productieverlies tijdens een langdurige periode van zeer geringe jaarlijkse reële bbp-groei ten opzichte van het groeipotentieel. Bovendien kunnen, indien een tekort dicht bij de 3% van de bbp-referentiewaarde blijft en deze referentiewaarde slechts tijdelijk overschrijdt, andere relevante factoren in aanmerking worden genomen wanneer wordt beoordeeld of het tekort buitensporig is en wanneer de eerste termijn voor correctie ervan wordt vastgesteld. Het aanpassingstraject dat voor de correctie van een buitensporig tekort benodigd is zal worden vastgesteld overeenkomstig een referentiepunt van een minimale verbetering op jaarbasis van het conjunctuurgezuiverde begrotingssaldo van 0,5% van het bbp van het desbetreffende land, ongerekend eenmalige en tijdelijke maatregelen. De termijn kan worden herzien als een aanbeveling van de Raad of een kennisgeving wordt herhaald indien zich onverwachte ongunstige economische gebeurtenissen met een ernstige negatieve weerslag op de begroting voordoen, op voorwaarde dat door de betrokken lidstaat effectieve maatregelen zijn ondernomen. Daarnaast is een aantal procedurele termijnen verlengd. Wat betreft de governance roept het hervormde Pact op tot nauwere samenwerking alsmede verbeterde collegiale ondersteuning en collegiale pressie onder de lidstaten, de Europese Commissie en de EU-Raad. Het dringt tevens aan op de ontwikkeling van nationale begrotingsregels, continuïteit van begrotingsdoelstellingen wanneer een nieuwe regering aantreedt, en tot een grotere rol van de nationale parlementen in het algehele Europese begrotingskader. Het hervormde Pact beklemt, ten slotte, dat de uitvoering van het begrotings-

kader en de geloofwaardigheid ervan in essentiële mate afhangen van realistische macro-economische voorspellingen en betrouwbare begrotingsstatistieken (zie ook paragraaf 4.3 in Hoofdstuk 2).

De ECB is geen mede-ondertekenaar van het Stabiliteits- en Groeipact en speelt geen formele rol in de vaststelling en tenuitvoerlegging van de procedures van het Pact. De ECB heeft desalniettemin een bijdrage geleverd aan het hervormingsdebat en consequent uitdrukking gegeven aan de noodzaak van een degelijk kader voor begrotingsbeleid in de EMU, gericht op begrotingsdiscipline. De ECB bracht als argument naar voren dat het Pact in zijn originele vorm toereikend was en dat het onverstandig was de wetsteksten ten aanzien van de correctieve instrumenten van het Pact te wijzigen. De ECB heeft er tevens op gewezen dat de preventieve instrumenten van het Pact voor verbetering vatbaar waren. De Raad van Bestuur van de ECB heeft in maart 2005 een verklaring uitgegeven over het hervormingsakkoord en heeft in juni 2005 adviezen gepubliceerd over de door de Europese Commissie gedane wetsvoorstellen (zie Kader 12).

De hervorming van het Stabiliteits- en Groeipact biedt een gelegenheid voor hernieuwde committering aan de uitvoering en naleving van gezond begrotingsbeleid dat het hoofd biedt aan zowel kortere- als langere-termijnbegrotingsuitdagingen. Het is echter van essentieel belang dat de lidstaten, de Europese Commissie en de EU-raad het herziene kader uitvoeren op een rigoureuze en consequente wijze die gezond begrotingsbeleid bevordert.

DE STRATEGIE VAN LISSABON

In maart 2005 heeft de Europese Raad zijn tussentijdse evaluatie van de Lissabon-strategie, het door de EU opgestelde brede programma van economische, sociale en milieuhervorming, afgerond. De evaluatie kwam halverwege 2000, het jaar dat de strategie werd aangenomen, en 2010, het jaar dat werd vastgesteld als de streefdatum voor omvorming van de EU tot “de meest concurrerende en dynamische kenniseconomie

OPENBARE VERKLARINGEN VAN DE ECB BETREFFENDE DE HERVORMING VAN HET STABILITEITS- EN GROEIPACT

Verklaring van de Raad van Bestuur van 21 maart 2005

“De Raad van Bestuur van de ECB is ernstig bezorgd over de voorgestelde wijzigingen in het Pact voor Stabiliteit en Groei. Voorkomen dient te worden dat wijzigingen in het correctieve onderdeel het vertrouwen in het begrotingskader van de Europese Unie en in de houdbaarheid van de overheidsfinanciën in de lidstaten van het eurogebied ondermijnen. Wat betreft het onderdeel preventie van het Pact, neemt de Raad van Bestuur notitie van enkele voorgestelde wijzigingen die in overeenstemming zijn met de mogelijke versterking ervan.

Een gezond begrotingsbeleid en een monetair beleid gericht op prijsstabiliteit zijn van fundamenteel belang voor het welslagen van de Economische en Monetaire Unie. Dit zijn voorwaarden voor macro-economische stabiliteit, groei en samenhang in het eurogebied. Het is noodzakelijk dat de lidstaten, de Europese Commissie en de Raad van de Europese Unie het herziene kader implementeren op een strenge en consistente wijze die gezond begrotingsbeleid bevordert.

Juist in de huidige omstandigheden is het van essentieel belang dat alle betrokken partijen hun respectieve verantwoordelijkheid nemen. Het publiek en de markten kunnen erop vertrouwen dat de Raad van Bestuur zich ten volle zal blijven inzetten voor het handhaven van prijsstabiliteit.”

Fragment uit de ECB-adviezen van 3 juni 2005 betreffende de gewijzigde Verordeningen van de Raad

“Een gedegen fiscaal beleid is fundamenteel voor het welslagen van de economische en monetaire unie (EMU). Zulks is een noodzakelijke voorwaarde voor macro-economische stabiliteit, groei en samenhang in het eurogebied. Het fiscale kader zoals vastgelegd in het Verdrag en in het stabiliteits- en groeipact is een hoeksteen van de EMU en derhalve bepalend voor het vastleggen van beoogde fiscale discipline. Dit regelgevende kader beoogt houdbare openbare financiën te verzekeren, terwijl outputschommelingen gecompenseerd kunnen worden middels automatische stabilisatoren, welk kader duidelijk, eenvoudig en afdwingbaar dient te blijven. Naleving van deze beginselen zal tevens transparantie en gelijke behandeling bij de tenuitvoerlegging van het kader bevorderen.”

van de wereld (...) die in staat is tot duurzame economische groei met meer en betere banen en een hechtere sociale samenhang”. Tegen de achtergrond van een dergelijke ambitieuze doelstelling in combinatie met een betrekkelijk slechte tenuitvoerlegging tot dat moment, besloot de Europese Raad voorjaar 2005 de strategie nieuw leven in te blazen en de prioriteiten ervan te herconcentreren op groei en werkgelegenheid. De Raad hechtte tevens zijn goedkeu-

ring aan een nieuw kader voor governance, met het doel de verwezenlijking van hervormingen te verbeteren.

Inhoudelijk is de strategie grotendeels intact gebleven. De staatshoofden en regeringsleiders en de Voorzitter van de Europese Commissie gaven desalniettemin, terwijl zij de economische, sociale en milieudimensies van de strategie handhaafden, vier overkoepelende beleids-



prioriteiten aan voor het versnellen van de hervormingen: het bevorderen van kennis en innovatie, het maken van de EU tot een aantrekkelijke plaats om te investeren en te werken, het bevorderen van groei en werkgelegenheid ten dienste van sociale samenhang en het bevorderen van duurzame ontwikkeling.

Gezien het feit dat de belangrijkste tekortkoming van de Lissabon-strategie is geweest de onvoldoende doorvoering van structurele hervormingen, legde de Europese Raad meer nadruk op verbetering van het kader voor governance van de strategie. Daarom werden er veranderingen aangebracht in de regels en procedures voor de formulering en tenuitvoerlegging van de strategie, met het doel de beleidscoördinatieprocessen in de loop der tijd te stroomlijnen, zowel tussen beleidsterreinen als tussen de EU en het nationale niveau. Dit nieuwe governance-kader beoogt tevens de consistentie van nationale programma's, rapportage en evaluatie te verbeteren.

In praktische termen betekenen deze wijzigingen dat de Globale Richtsnoeren voor het Economische Beleid en de Werkgelegenheidsrichtsnoeren zullen worden opgenomen in een enkel pakket onder de naam "Geïntegreerde Richtsnoeren voor Groei en Banen". Het eerste pakket is in juni 2005 aangenomen en zal grotendeels voor een periode van drie jaar (2005-2008) van toepassing blijven. In het najaar van 2005 namen de lidstaten op grond van de Geïntegreerde Richtsnoeren nationale hervormingsprogramma's aan en benoemden zij nationale Lissabon-coördinatoren, hooggeplaatste overheidsfunctionarissen wier taak het is de interne coördinatie van maatregelen in verband met de strategie te verbeteren. De programma's verschaffen een gedetailleerd over-

zicht van het hervormingsbeleid van de lidstaten tot 2008, die daarbij de eigen behoeften en situatie in aanmerking nemen. De programma's gaan tevens in op de tenuitvoerlegging van hervormingen, en brengen onder meer de vroegere nationale rapporten over werkgelegenheid en structurele hervormingen in de product- en kapitaalmarkten (de zogeheten "Cardiff-verslagen") in één document samen. Daarnaast heeft de Europese Commissie in juli 2005 een "Communautair Lissabon-programma" aangenomen, met daarin alle met Lissabon verband houdende maatregelen die de volgende drie jaar moeten worden genomen op communautair niveau. De voortgang zal op geïntegreerdere wijze worden beoordeeld in de vorm van een jaarlijks door de Commissie uit te brengen voortgangsverslag. Het eerste verslag is in januari 2006 door de Commissie goedgekeurd. Het verslag verwelkomde de nationale hervormingsprogramma's en riep op tot de rigoureuze tenuitvoerlegging van deze programma's.

Het meest in het oog springende kenmerk van het nieuwe governance-kader is de nadruk die er in ligt op het vergroten van de nationale verantwoordelijkheid voor het verwezenlijken van hervormingen. Dit wordt gezien als van essentieel belang voor de tenuitvoerlegging van de strategie, aangezien de opzet van structurele hervormingen en, zelfs in grotere mate, de tenuitvoerlegging ervan voor het grootste deel het prerogatief zijn van de lidstaten. De lidstaten dienen zich derhalve volledig te verplichten aan het beleid dat zij op nationaal en EU-niveau hun steun geven. Zij moeten, zoals zij dat hebben gedaan in het geval van hun nationale hervormingsprogramma's, de bij de opstelling en tenuitvoerlegging van dit beleid op nationaal niveau betrokken partijen (zoals de nationale parlementen en sociale partners) raadplegen.

Deze nationale “zeggenschap” in de door te voeren hervormingen zou op zijn beurt de tenuitvoerlegging door de lidstaten moeten verbeteren.

De ECB hecht groot belang aan de tenuitvoerlegging van de Lissabon-strategie en draagt bij aan het succes ervan door een op stabiliteit gericht monetair beleid te voeren. De ECB heeft altijd de voordelen van structurele hervormingen benadrukt en verwelkomt de door overheden en sociale partners in dit opzicht ondernomen inspanningen. Door met een grote mate van comittering aan de Lissabon-agenda te werken, kunnen de lidstaten een heilzame cirkel van hervormingen in gang zetten. Goed-opgezette structurele hervormingen in de goederen-, diensten-, arbeids- en kapitaalmarkten, zoals voorzien in de strategie, zullen de flexibiliteit van de economie van het eurogebied vergroten, deze beter bestand maken tegen economische schokken en uiteindelijk leiden tot een hogere duurzame lange-termijngroei en een hoger werkgelegenheidsniveau. De tussentijdse evaluatie was een belangrijke stap in het doen herleven van de strategie. Met een tot nog toe gemengd geheel beeld wat betreft de tenuitvoerlegging, zijn grotere inspanningen nodig ter verwezenlijking van de doelstellingen die zijn vastgelegd om het hoofd te kunnen bieden aan de uitdagingen van globalisering, technologische verandering en een vergrijzende bevolking.

1.2 INSTITUTIONELE AANGELEGENHEDEN

DE EUROPESE GRONDWET

Na de ondertekening, op 29 oktober 2004 in Rome, van het Verdrag tot vaststelling van een Grondwet voor Europa (Europese Grondwet) door de staatshoofden en regeringsleiders, zijn de lidstaten met het ratificatieproces begonnen overeenkomstig hun respectieve constitutionele vereisten. Tot nog toe hebben 15 lidstaten, die samen meer dan 50% van de bevolking van de EU vertegenwoordigen, de Europese Grondwet geratificeerd of zijn zeer dicht bij formele voltooiing: België, Duitsland, Estland, Grieken-

land, Spanje, Italië, Cyprus, Letland, Litouwen, Luxemburg, Hongarije, Malta, Oostenrijk, Slovenië en Slowakije.

In Frankrijk en Nederland, waar over de Europese Grondwet een referendum werd gehouden (in het geval van Frankrijk een bindend, in het geval van Nederland een niet-bindend referendum), kwam het voorstel voor de Grondwet in Frankrijk rond 5 procentpunt en in Nederland rond 12 procentpunt tekort voor meerderheidssteun. Sinds dat moment heeft een aantal lidstaten het ratificatieproces opgeschort.

Tegen deze achtergrond besprak de Europese Raad de ratificatie van de Grondwet tijdens zijn vergadering van 16-17 juni 2005, waar de staatshoofden en regeringsleiders een verklaring aannamen die in herinnering riep dat de Grondwet was “bedoeld (...) om het adequate middel aan te reiken voor een democratischer, transparanter en doeltreffender werking van een uitgebreide Europese Unie”. Nota nemend van de resultaten van de referenda in Frankrijk en Nederland, was de Europese Raad niet van oordeel dat door deze resultaten de gehechtheid van de burgers aan de opbouw van Europa ter discussie werd gesteld. Tegelijkertijd was het gevoelen dat deze resultaten een uitdrukking vormden van de bezorgdheid onder burgers en dat een periode van bezinning nodig was voor een breed debat in alle lidstaten. De Europese instellingen werd gevraagd aan het debat bij te dragen. Hoewel de Europese Raad overeenkwam dat het tijdschema van de ratificatie in verschillende lidstaten zonodig zou kunnen worden aangepast, was de Raad van mening dat de ontwikkelingen de geldigheid van de voortzetting van de ratificatieprocessen niet ter discussie stelden. De Europese Raad is voornemens in de eerste helft van 2006 op deze kwestie terug te komen om een duidelijker perspectief voor de toekomst te bepalen en dan een besluit te nemen over hoe verder te gaan.

De ECB is van mening dat de Europese Grondwet het wettelijke en institutionele kader van de EU duidelijker maakt en het vermogen van de Unie vergroot om zowel op Europees als inter-

nationaal niveau te handelen terwijl het bestaande monetaire kader wordt bevestigd. De ECB steunt derhalve de Grondwet. Hierbij dient echter te worden benadrukt dat het ratificatieproces van de Grondwet geen invloed zal hebben op het functioneren van de Monetaire Unie en de stabiliteit van de euro niet zal aantasten. De ECB zal, of zij nu handelt krachtens het huidige Verdrag of krachtens de Europese Grondwet, de waarde van de euro blijven waarborgen en bijdragen aan een niet-inflatoir macro-economisch klimaat dat bevorderlijk is voor groei en werkgelegenheid.

1.3 ONTWIKKELINGEN IN EN BETREKKINGEN MET TOT DE EU TOETREDENDE LANDEN EN MET TOETREDINGSLANDEN

Een hoofddoelstelling van de ECB in haar betrekkingen met de centrale banken van tot de EU toetredende landen en toetredingslanden is een bijdrage te leveren aan een soepel monetaire-integratieproces dat in overeenstemming is met de in het Verdrag vastgelegde procedures. Dientengevolge intensiveren de betrekkingen tussen de ECB en de centrale banken van deze landen zich uiteraard parallel aan de algehele voortgang van deze landen richting lidmaatschap van de EU.

Sinds Bulgarije en Roemenië op 25 april 2005 in Luxemburg het Toetredingsverdrag hebben ondertekend, hebben de presidenten van de centrale banken van deze twee landen de vergaderingen van de Algemene Raad van de ECB als waarnemer bijgewoond, terwijl deskundigen van deze twee centrale banken als waarnemers hebben deelgenomen aan de vergaderingen van de ESCB-Comités (zie paragraaf 1.4 in Hoofdstuk 7).

De ECB heeft haar betrekkingen met de centrale banken van Bulgarije en Roemenië verder aangetrokken teneinde een bijdrage te kunnen leveren aan hun soepele integratie in het ESCB bij toetreding tot de EU. Het Eurosysteem als geheel is hun voorbereidingen blijven steunen door middel van technische-assistentieprojec-

ten in de vorm van door de EU gefinancierde jumelages. Deze activiteiten betroffen hoofdzakelijk statistieken, juridische kwesties, betalingssystemen, monetair beleid en operationele aangelegenheden, maar omvatten tevens andere terreinen zoals financiële stabiliteit en toezicht, bankbiljetten, interne audits en informatietechnologie.

De voor Bulgarije en Roemenië voor toetreding tot de EU vastgestelde datum is 1 januari 2007. In het Toetredingsverdrag is echter een “beveiligingsclausule” opgenomen die de mogelijkheid biedt tot uitstel van de toetreding met één jaar wanneer er duidelijk bewijs voorhanden is dat de voortgang van de voorbereidingen onvoldoende is om te voldoen aan de vereisten van EU-lidmaatschap. De Europese Commissie heeft in oktober 2005 een follow-uprapport gepubliceerd dat aangaf dat ondanks de geboekte voortgang er een bepaald aantal terreinen overbleef dat aanleiding gaf tot grote bezorgdheid. Dit omvatte de strijd tegen de corruptie en kwesties in verband met het functioneren van de interne markt en de veiligheid van de EU (bijvoorbeeld voedselveiligheid en de controle van de externe grenzen). De Europese Commissie is Bulgarije en Roemenië intensief blijven volgen en zal naar verwachting haar definitieve aanbeveling in het voorjaar van 2006 bekend maken. Op basis van deze aanbeveling zal de Europese Raad dan een beslissing nemen over de datum van toetreding tot de EU.

Overeenkomstig het besluit van de Europese Raad van december 2004 zijn op 3 oktober 2005 de onderhandelingen over toetreding met Turkije van start gegaan, nadat het kader voor deze onderhandelingen door de EU-Raad was aangenomen. De ECB is haar reeds langdurige beleidsdialoog op hoog niveau met de Centrale Bank van de Republiek Turkije blijven voeren, waaronder jaarlijkse bijeenkomsten op Directieniveau. In dit kader leidde de Vice-President een ECB-delegatie naar Turkije in juli 2005. De besprekingen concentreerden zich op het proces van macro-economische stabilisatie en structurele hervormingen in Turkije, het monetaire en wisselkoersbeleid van de Centrale Bank van de

Republiek Turkije, de economische situatie in het eurogebied en de rol van centrale banken in de financiële stabiliteit.

Op 13 december 2004 besloot de EU-Raad dat de toetredingsbesprekingen met Kroatië konden beginnen op 17 maart 2005, op voorwaarde dat het land ten volle zou meewerken met het Internationaal Straftribunaal voor voormalig Joegoslavië. Aangezien de samenwerking onvoldoende werd geacht, heeft de EU het begin van de toetredingsbesprekingen uitgesteld. Op 3 oktober 2005 kwam de EU tot het oordeel dat de Kroatische autoriteiten nu wel volledig meewerkten met het Joegoslavië-Tribunaal en werd besloten de onderhandelingsbesprekingen te openen. De ECB versterkte verder haar bilaterale betrekkingen met de Croatian National Bank, in welk kader het eerste officiële bezoek door de ECB op Directieniveau plaatsvond in maart 2005. Bilaterale ontmoetingen zullen jaarlijks worden gehouden in Frankfurt, tot Kroatië het Toetredingsverdrag ondertekent.

2 INTERNATIONALE AANGELEGENHEDEN

2.1 DE BELANGRIJKSTE ONTWIKKELINGEN BINNEN HET INTERNATIONALE MONETAIRE EN FINANCIËLE STELSEL

TOEZICHT OP HET MACRO-ECONOMISCHE BELEID BINNEN DE WERELDECONOMIE

Gezien de economische en financiële integratie van het eurogebied binnen de wereldeconomie, volgt en analyseert het Eurosysteem nauwlettend het macro-economische beleid en de daaraan ten grondslag liggende ontwikkelingen in de landen buiten het eurogebied. Het Eurosysteem neemt tevens deel in het multilaterale toezicht dat wordt uitgevoerd door internationale organisaties en fora, en dat voornamelijk plaatsvindt tijdens vergaderingen van het IMF, de Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling (OESO), en de ministers van financiën en de centrale-bankpresidenten van de G-7, G-10 en G-20, alsmede tijdens de tweemaandelijks vergaderingen van centrale-bankpresidenten bij de BIB. Bij enkele van de instellingen en fora bezit de ECB ofwel lidstatus (bijv. bij de G-20) ofwel waarnemerstatus (bijv. bij het IMF). De ECB beoordeelt de ontwikkelingen in het internationale economische beleid om bij te kunnen dragen aan een stabiel macro-economisch klimaat en gedegen macro-economisch beleid.

Het internationale beleidsklimaat in 2005 werd gedomineerd door het groter worden van mondiale onevenwichtigheden op de lopende rekeningen. Het grote tekort op de lopende rekening in de Verenigde Staten is gedurende het jaar blijven groeien. Tegelijkertijd bleven de overschotten op de lopende rekeningen in Azië aanzienlijk, en bereikten deze rond 0,8% van het mondiale bbp, waarbij een aanzienlijke stijging van het overschot in China een daling in de rest van de opkomende economieën van Azië en in Japan compenseerde. De olie-exporterende landen speelden eveneens een steeds belangrijker rol met betrekking tot mondiale onevenwichtigheden ten gevolge van de sterke stijging van de olieprijs. In 2005 steeg het overschot op de lopende rekening in deze landen, dat lag op rond 1% van het mondiale bbp, voorbij dat van Azië. De Aziatische en olie-exporterende eco-

nomieën bleven eveneens aanzienlijke hoeveelheden reserves opbouwen. Deze accumulatie van reserves was met name groot in het geval van China, en bedroeg ongeveer USD 200 miljard (ongeveer €165 miljard).

Het Eurosysteem is bij verschillende gelegenheden sterk de aandacht blijven vestigen op de risico's en onzekerheden die verbonden zijn aan het voortduren van dergelijke onevenwichtigheden en handhaafde zijn volledige steun voor een op samenwerking gebaseerde aanpak van deze kwestie, waardoor alle economieën zouden bijdragen aan een ordentelijke aanpassing van de bestaande onevenwichtigheden. Deze internationale beleidsagenda omvat beleid dat erop is gericht de besparingen in landen met een tekort te vergroten, structurele hervormingen door te voeren in landen met relatief lage potentiële groei en wisselkoersflexibiliteit te bevorderen in de belangrijkste landen en regio's waar zulke flexibiliteit ontbreekt. In dit opzicht verwelkomde de ECB het in juli 2005 bekendgemaakte besluit van de Chinese autoriteiten om op een nieuwe geleid zwevende wisselkoers over te gaan. De ECB was van mening dat deze stap naar grotere flexibiliteit wenselijk was voor een beter functioneren van de mondiale economie, en verwachtte dat het nieuwe geleid-zwevende-wisselkoersregime zou bijdragen tot mondiale financiële stabiliteit.

De kapitaalstromen naar de opkomende markteconomieën, die door de ECB voortdurend worden gevolgd vanwege hun belang voor de internationale financiële stabiliteit, bleven in 2005 krachtig, zoals ook de economieën van deze landen een sterke groei lieten zien. Cruciale externe factoren daarbij waren de gunstige internationale financieringsvoorwaarden, hoge internationale prijzen van uitgevoerde grondstoffen en sterke reële bbp-groei in de Verenigde Staten en China. Versterkt binnenlands beleid, accommoderende financieringsvoorwaarden en groeiende interesse onder internationale beleggers stelden enkele crediteurs in opkomende markteconomieën in staat geld aan te trekken op de internationale obligatiemarkten door voor de eerste keer effecten in de binnen-

landse valuta uit te geven. De rendementsecarts voor door opkomende markteconomieën uitgegeven obligaties keerden, nadat deze in april tijdelijk groter waren geworden ten gevolge van onder meer de angst voor groeiende inflatie in de Verenigde Staten en een toename van het risicomijdend gedrag dat voortvloeide uit de *rating*-verlaging van bepaalde Amerikaanse ondernemingen, later in het jaar terug tot, naar historische maatstaven gemeten, lage niveaus.

Op het eurogebied zelf, ten slotte, wordt eveneens internationaal beleidstoezicht uitgeoefend. Zowel het IMF als de OESO voerden hun reguliere beoordeling van het eurogebied uit, als aanvulling op hun beoordelingen van de individuele landen van het eurogebied. Deze beide beoordelingen onderzochten het monetaire, financiële en economische beleid van het eurogebied. De Artikel-IV-consultaties van het IMF en de beoordeling door het Economic and Development Review Committee van de OESO boden een gelegenheid voor nuttige discussies tussen deze internationale organisaties en de ECB, het voorzitterschap van de Eurogroep en de Europese Commissie. Na deze discussies hebben het IMF en de OESO elk een rapport uitgebracht met daarin een beoordeling van het in het eurogebied gevoerde beleid.²

DE INTERNATIONALE FINANCIËLE STRUCTUUR

Het IMF is momenteel bezig met een herziening van de strategie die niet alleen binnen het IMF zelf is besproken, maar ook binnen verschillende internationale fora, zoals de G-7 en de G-20. Het ESCB volgt deze discussies en draagt daar aan bij. Het doel van de strategieherziening is het vaststellen van middellange-termijnprioriteiten voor de werkzaamheden van het IMF. De belangrijkste bij de herziening onder de loep genomen terreinen zijn het IMF-toezicht, de rol van het IMF in de opkomende markteconomieën, en zeggenschap en vertegenwoordiging.

De Directeur van het IMF benadrukte met name de noodzaak voor het IMF leden te helpen het hoofd te bieden aan de uitdagingen van de globalisering. In de daaropvolgende internationale beleidsdiscussies wezen de leden nadrukkelijk

op de noodzaak voor het IMF in zijn bilaterale toezicht een belangrijker plaats toe te kennen aan wisselkoersaangelegenheden en internationale doorwerking van nationale beleidsmaatregelen. De kwestie van adequate zeggenschap en vertegenwoordiging in internationale fora, en dan met name het IMF, is het afgelopen jaar uitgebreid bediscussieerd. Enkele bij het IMF aangesloten landen, met name in Azië, waren van mening dat hun *quotum* geen adequate weerspiegeling vormt van hun groeiende gewicht in de mondiale economie. Beide kwesties, die van quota en die van zeggenschap, zullen moeten worden besproken naast de andere aspecten van de strategieherziening in de periode tot de volgende Jaarvergadering van het IMF, die in september 2006 zal worden gehouden in Singapore. Het IMF is tevens bezig met zijn dertiende herziening van de quota, die een gelegenheid biedt te beoordelen in hoeverre de huidige verdeling van quota onder de IMF-leden in overeenstemming is met de overeengekomen maatstaven van het relatieve economische en financiële belang van de bij het IMF aangesloten landen. Deze herziening zal niet later dan januari 2008 worden afgerond.

De bevordering van ordentelijk crisisbeheer staat al enkele jaren hoog op de agenda van de internationale gemeenschap. Het ESCB is aangelegenheden in verband met crisisbeheer en met name de rol die de particuliere sector verwacht wordt te spelen bij het oplossen van een financiële crisis, blijven bespreken. Hoewel een aantal maatregelen is genomen ter verbetering van het kader voor betrokkenheid van de particuliere sector, blijven er zeer belangrijke uitdagingen, niet in het minst in termen van de tijdige diagnose van de door alle betrokkenen benodigde acties. Om deze uitdagingen te beoordelen hebben centrale banken van het ESCB een rapport over de betrokkenheid van de particuliere sector opgesteld, dat de in het verleden opgedane ervaringen in kaart brengt en aangeeft op welke terreinen het kader voor crisisbeheer mogelijk voor verbetering vatbaar is.

2 IMF: "Euro Area Policies: Staff Report", augustus 2005; OESO: "Economic Survey of the Euro Area", juli 2005.



Het rapport³ stelt voor dat verbetering van de voorspelbaarheid van crisisoplossingsprocessen – door sturing van het handelen van debiteuren, crediteuren en de officiële sector – de totale kosten van financiële crises zou kunnen verlagen en zou kunnen leiden tot een verdeling van de kosten die vanuit een algemeen-welvaarts-perspectief waarschijnlijk als passender zou worden gezien dan thans het geval is.

DE INTERNATIONALE ROL VAN DE EURO

In 2005 is de rol van de euro als een internationale munteenheid in bepaalde segmenten geleidelijk blijven groeien. Met name het gebruik van de euro voor internationale schuldbewijzen, als anker- en interventievaluta en als depositoaluta in derdenlanden, is geleidelijk blijven toenemen. De toename van het gebruik van de euro als anker- en interventievaluta deed zich voornamelijk voor in de nieuwe lidstaten van de EU, de tot de EU toetredende landen en de toetredingslanden en andere omringende regio's van de EU. Het aandeel van de euro in het bijzondere trekkingsrecht is op 1 januari 2006 verhoogd van 29% tot 34%, na een door het IMF in december 2005 bekendgemaakt besluit daartoe. Voor de eurocomponent in het rentetarief van het bijzondere trekkingsrecht is de driemaands EURIBOR-rente vervangen door de driemaands EUREPO-rente.

In andere markten, waaronder die voor internationale leningen en deposito's, deviezen en officiële reserves, alsmede in de internationale han-

del, bleef het gebruik van de euro globaal stabiel.

De ECB is de voor het volgen en analyseren van de internationale rol van de euro vereiste statistische dekking blijven ontwikkelen. Met name droegen nieuw verzamelde gegevens betreffende de uitsplitsing van schuldbewijzen naar valuta in de balans en de internationale investeringspositie van het eurogebied bij aan het goed kunnen volgen van het internationale gebruik van de euro in kapitaalmarkten (zie paragraaf 4.2 in Hoofdstuk 2). De ECB is tevens met onderzoek begonnen naar de factoren achter het gebruik van de euro in de internationale handel.

2.2 SAMENWERKING MET LANDEN BUITEN DE EU

Het Eurosysteem is zijn contacten binnen de centrale-bankwereld buiten de EU blijven uitbouwen, voornamelijk door middel van het organiseren van seminars en workshops, maar tevens door middel van technische assistentie, die een belangrijk instrument is geworden bij het ondersteunen van het op- en uitbouwen van instellingen en het versterken van de effectieve naleving van Europese en internationale normen. Het doel van zulke contacten is het vergaren van informatie en het uitwisselen van inzichten over economische en monetaire ont-

³ "Managing financial crises in emerging market economies – experience with the involvement of private sector creditors", ECB Occasional Paper Nr. 32, juli 2005.

wikkelingen in verschillende regio's van de wereld met mogelijke gevolgen voor het mondiale economische klimaat en het eurogebied. Het Eurosysteem heeft zijn aanbod van samenwerking met centrale banken in de hem omringende regio's gehandhaafd, en de ECB heeft een kleine permanente eenheid voor technische assistentie opgezet.

Het Eurosysteem heeft in oktober 2005 in St. Petersburg zijn tweede bilaterale seminar op hoog niveau met de Centrale Bank van de Russische Federatie (Bank of Russia) gehouden. Het seminar hield zich hoofdzakelijk bezig met het monetaire en wisselkoersbeleid in Rusland en met de uitdagingen voor de bankensector die voortvloeien uit onder meer de snelle groei van de bancaire kredietverlening en de expansie van grensoverschrijdende leningen. Ook werden depositoverzekering en de ontwikkeling van de bankensector besproken. Soortgelijke evenementen zullen op regelmatige basis blijven worden georganiseerd: zo wordt in 2006, met de steun van de Deutsche Bundesbank, het volgende Eurosysteem-seminar in Dresden georganiseerd.

“Central Banking Training III”, het technische-assistentieproject van het Eurosysteem met de Bank of Russia op het terrein van het bankentoezicht, is op 31 oktober 2005 afgerond. Het project, dat werd gefinancierd door de EU, was in november 2003 begonnen in het kader van het EU-programma voor Technische Assistentie voor het Gemenebest van Onafhankelijke Staten (TACIS). Het project van het Eurosysteem is uitgevoerd door de ECB, samen met negen nationale centrale banken van het eurogebied en drie niet-centrale-banktoezichthouders in de EU.⁴ Het twee jaar durende trainingsproject beoogde de Bank of Russia te helpen haar rol in het bankentoezicht te versterken door kennisoverdracht ten aanzien van de door bankentoezichthouders in de EU gevolgde goede praktijken. Het bredere doel was de stabiliteit van het Russische bankwezen te bevorderen. Het project is voornamelijk uitgevoerd door middel van cursussen en seminars in Rusland, waaraan werd deelgenomen door 800 van de bij de Bank of

Russia werkzame bankentoezichthouders. De publicatie met de titel “Banking supervision: European experience and Russian practice”, die beschikbaar is in het Engels en het Russisch, vormde een belangrijk onderdeel van het project, aangezien deze de verspreiding van kennis en expertise mogelijk maakt.

Het tweede en derde Eurosysteem-seminar op hoog niveau met presidenten van de centrale banken van de Euro-Mediterrane partnerlanden van de EU vonden op 9 februari 2005 en 25 januari 2006 plaats in respectievelijk Cannes en Nafplion. De discussies concentreerden zich onder meer op onafhankelijkheid van de centrale bank en overdrachten (in Cannes), en op het proces van liberalisering van de kapitaalrekening en voortgang met de modernisering van operationele kaders voor monetair beleid (in Nafplion).

Het Eurosysteem heeft ook de verantwoordelijkheid op zich genomen de Central Bank of Egypt bij te staan bij de hervorming van haar kader voor bankentoezicht, tegen de achtergrond van een algehele hervorming van de financiële sector van het land. De ECB en vier nationale centrale banken van het eurogebied (de Deutsche Bundesbank, de Bank of Greece, de Banque de France en de Banca d'Italia) hebben zich verplicht aan een twee jaar durend programma voor technische assistentie, gefinancierd door de EU-delegatie aan Egypte krachtens het hulpprogramma voor landen rond de Middellandse Zee (MEDA). Het programma voor technische assistentie is op 1 december 2005 van start gegaan. Vanaf oktober 2005 verleent de ECB tevens – onder de hoede van het

4 De Deutsche Bundesbank, de Banco de España, de Banque de France, de Central Bank and Financial Services Authority of Ireland, de Banca d'Italia, De Nederlandsche Bank, de Oostenrijkse Nationalbank, de Banco de Portugal, Suomen Pankki – Finlands Bank, Rahoitustarkastus – Finansinspektionen (de Finse autoriteit voor financieel toezicht), Finansinspektionen (de Zweedse autoriteit voor financieel toezicht) en de Financial Services Authority (de autoriteit voor financieel toezicht in het Verenigd Koninkrijk).

5 Deze publicatie kan worden ingezien via de website van de ECB door middel van een link in het Engelstalige persbericht van 13 oktober 2005 getiteld “Completion of central banking training project in Russia”.

IMF – technische assistentie aan de Central Bank of Egypt in het kader van de hervorming van haar operationele kader voor monetair beleid.

De ECB is haar betrekkingen met landen in de westelijke Balkan blijven verdiepen, aangezien deze potentiële EU-kandidaatlanden zijn (de voormalige Joegoslavische Republiek van Macedonië is in december 2005 kandidaatstatus verleend). Vertegenwoordigers van de ECB bezochten in 2005 de National Bank of the Republic of Macedonia en de Bank of Albania. Na de goedkeuring door de EU van een tweesporen-benadering ten aanzien van de toetredingsonderhandelingen met Servië en Montenegro, heeft een aantal personeelsleden ook de Central Bank of Montenegro een bezoek gebracht.

In het Midden-Oosten heeft de ECB haar betrekkingen verder aangehaald met het Secretariaat-Generaal van de Samenwerkingsraad voor de Golf (GCC) en de monetaire autoriteiten en centrale banken van de bij de GCC aangesloten landen in het licht van de plannen om in deze landen in 2010 een gemeenschappelijke munt in te voeren.⁶

Op 28 februari 2005 hield de ECB een regionale vergadering met het Committee of Central Bank Governors of the Southern African Development Community (SADC)⁷ om ervaringen met regionale-integratie- en monetaire-integratie-processen te bespreken.

De ECB heeft haar rechtstreekse betrekkingen met Aziatische centrale banken versterkt door samen met Bank Indonesia een seminar op hoog niveau te organiseren waarbij de 11 presidenten van de Executive Meeting of East Asia-Pacific Central Banks (EMEAP) en leden van de Raad van Bestuur van de ECB bijeenkwamen. De deelnemers aan het seminar, dat in november 2005 plaatsvond ten kantore van de ECB, spraken daarbij over manieren om te komen tot evenwichtiger mondiale groeipatronen en evalueerden recente ontwikkelingen en daarmee verband houdende beleidskwesties in zowel het

eurogebied als de Azië-Pacific-regio. De ervaringen van de twee regio's met multilateraal macro-economisch en financieel toezicht werden eveneens beoordeeld, samen met grensoverschrijdende financiële integratie op mondiaal niveau en binnen zowel de Azië-Pacific-regio als het eurogebied.

Wat betreft de institutionele betrekkingen met Latijns-Amerikaanse landen, heeft de ECB, als waarnemer, de Jaarvergadering van de Inter-American Development Bank, die begin april in Okinawa plaatsvond, bijgewoond. Als een samenwerkend lid van het Centre for Latin American Monetary Studies, is de ECB betrokken gebleven bij verschillende activiteiten die door deze instelling zijn (mede-)georganiseerd, waaronder de halfjaarlijkse vergaderingen van centrale-bankpresidenten die dit jaar in april en september plaatsvonden in respectievelijk Cartagena en Washington, D.C., en een seminar over overdrachten van werknemers in Latijns-Amerika, dat in oktober plaatsvond in Mexico City. De ECB is doorggegaan met haar inspanningen de bilaterale betrekkingen met monetaire en andere financiële autoriteiten in de Latijns-Amerikaanse regio te versterken; dit gebeurde o.a. door bezoeken aan Mexico, Brazilië en Argentinië. De ECB verwelkomde in 2005 in Frankfurt tevens officiële delegaties uit een aantal Latijns-Amerikaanse economieën.

6 De zes lidstaten van de GCC zijn Bahrein, Koeweit, Oman, Qatar, Saoedi-Arabië en de Verenigde Arabische Emiraten.

7 De SADC is een regionale groepering die bestaat uit de volgende landen uit zuidelijk Afrika: Angola, Botswana, de Democratische Republiek Congo, Lesotho, Madagascar, Malawi, Mauritius, Mozambique, Namibië, Zuid-Afrika, Swaziland, Tanzania, Zambia en Zimbabwe.

Kunstenaar

David Farrell

Titel

Ballynultagh, 2000 (uit de serie "Innocent Landscapes")

Materiaal

Foto

Afmetingen

100 x 100 cm

© De kunstenaar



HOOFDSTUK 5

VERANTWOORDING

I VERANTWOORDING TEGENOVER HET PUBLIEK EN HET EUROPEES PARLEMENT

Het is de laatste tientallen jaren duidelijk geworden dat onafhankelijkheid van de centrale bank een onontbeerlijk onderdeel vormt van een monetair regime dat prioriteit geeft aan prijsstabiliteit. Tegelijkertijd is het in moderne democratieën een fundamenteel beginsel dat een onafhankelijke instelling met een publieke functie over haar handelen verantwoording aflegt aan de burgers en hun democratisch gekozen vertegenwoordigers. Voor een onafhankelijke centrale bank kan democratische verantwoording worden opgevat als de verplichting haar beslissingen uit te leggen aan de burgers en hun gekozen vertegenwoordigers, om hen op die manier in staat te stellen de centrale bank te houden aan de verwezenlijking van haar doelstellingen.

De ECB is zich vanaf haar oprichting bewust geweest van het fundamentele belang van haar verantwoordingsplicht ten aanzien van haar beleidsbeslissingen en heeft dan ook een regelmatige dialoog met de burgers van de EU en met het Europees Parlement onderhouden. Het streven van de ECB op dit vlak wordt goed geïllustreerd door onder meer de talloze publicaties die zij in 2005 het licht deed zien en het grote aantal toespraken dat door de leden van de Raad van Bestuur gedurende het jaar is gehouden (zie paragraaf 2 in Hoofdstuk 6).

Het Verdrag legt de ECB precieze rapportageverplichtingen op, waaronder de publicatie van kwartaalberichten, een wekelijks financieel overzicht (de zogeheten “Weekstaat”) en een jaarverslag. De ECB gaat zelfs verder dan deze statutaire verplichtingen, door bijvoorbeeld geen kwartaalbericht maar een Maandbericht te publiceren, door maandelijks een persconferentie te houden en door maandelijks de andere beslissingen van de Raad van Bestuur dan die welke betrekking hebben op de rentetarieven, openbaar te maken.

Op institutioneel vlak kent het Verdrag inzake de verantwoordingsplicht van de ECB een prominente rol toe aan het Europees Parlement. Overeenkomstig artikel 113 van het Verdrag heeft de President van de ECB in 2005 het Jaar-

verslag 2004 aangeboden aan de plenaire zitting van het Europees Parlement. Daarnaast is de President regelmatig verslag blijven doen van het monetaire beleid van de ECB en haar overige taken in zijn driemaandelijks hoorzittingen met de Economische en Monetaire Commissie van het Parlement.

Ook andere leden van de Directie is bij een aantal gelegenheden gevraagd om voor het Europees Parlement te verschijnen. In april 2005 heeft de Vice-President het Jaarverslag 2004 van de ECB aangeboden aan de Economische en Monetaire Commissie van het Parlement. In oktober heeft de Commissie Lorenzo Bini Smaghi uitgenodigd voor een gedachtewisseling inzake de herziening van de strategie van het IMF (zie paragraaf 2.1 in Hoofdstuk 4).

Overeenkomstig de gangbare praktijk heeft een delegatie van leden van de Economische en Monetaire Commissie de ECB bezocht om met de leden van de Directie van gedachten te wisselen over een groot aantal verschillende onderwerpen. Daarnaast hebben informele besprekingen plaatsgevonden met leden van het Europees Parlement over aangelegenheden die verband houden met effectenclearing en -afwikkeling in de EU en over de communicatie over de euro, waarbij in het bijzonder aandacht werd besteed aan de nieuwe EU-lidstaten die voornemens zijn de euro in te voeren. De ECB ging tevens voort op vrijwillige basis schriftelijke vragen van leden van het Europees Parlement te beantwoorden over zaken die vallen onder de bevoegdheden van de ECB.

Conform artikel 112 van het Verdrag, ten slotte, spreekt het Europees Parlement zijn oordeel uit over kandidaatleden van de Directie voorafgaand aan hun benoeming. Teneinde zijn oordeel te kunnen vormen heeft het Parlement Lorenzo Bini Smaghi gevraagd voor de Economische en Monetaire Commissie te verschijnen om zijn standpunten uiteen te zetten en vragen van leden van de Commissie te beantwoorden. Na deze hoorzitting heeft het Parlement zijn benoeming goedgekeurd.

2 SPECIFIEKE MET HET EUROPEES PARLEMENT BESPROKEN ONDERWERPEN

Tijdens de verschillende ontmoetingen tussen de ECB en het Europees Parlement is gesproken over een breed scala van onderwerpen, waarbij tijdens de hoorzittingen van de President in het Europees Parlement de aandacht vooral uitging naar het monetaire beleid. Enkele van de andere besproken onderwerpen worden hieronder nader belicht.

DE HERVORMING VAN HET STABILITEITS- EN GROEI-PACT

Een aanzienlijk deel van de gedachtewisseling tussen het Europees Parlement en de ECB was gewijd aan de ontwikkelingen in de overheidsfinanciën en de hervorming van het Stabiliteits- en Groei-pact. In zijn in februari 2005 aangenomen resolutie over openbare financiën in de EMU wijst het Europees Parlement erop dat “buitensporige overheidsuitgaven een gevaar betekenen voor prijsstabiliteit, lage rentetarieven en overheidsinvesteringen, en bovendien het vermogen om het hoofd te bieden aan demografische ontwikkelingen (...) aantast”. Wat betreft de hervorming van het Stabiliteits- en Groei-pact, verwelkomde het Parlement de versterking van de preventieve instrumenten van het Pact en de toegenomen aandacht voor schuld niveaus en de Lissabon-doelstellingen. Tegelijkertijd uitte het Parlement zijn bezorgdheid omtrent het gebrek aan duidelijkheid in de regels van de correctieve instrumenten van het Pact en betreunde het dat een gelegenheid was gemist om de rol van de Europese Commissie te versterken.

De President van de ECB verwelkomde de hoge mate van convergentie tussen de beoordelingen van de twee instellingen inzake deze aangelegenheid. Tijdens zijn hoorzittingen met de Economische en Monetaire Commissie benadrukte hij dat gezond begrotingsbeleid van fundamenteel belang is voor het welslagen van de EMU. Tegen deze achtergrond wees hij erop dat de hervorming van het Stabiliteits- en Groei-pact een gelegenheid bood voor een hernieuwde committering aan gezond begrotingsbeleid, op voorwaarde dat het herziene kader rigoureuus en consequent zou worden doorgevoerd (zie paragraaf 1.1 in Hoofdstuk 4).

DE TUSSENTIJDSE HERZIENING VAN DE LISSABON-STRATEGIE

Een andere regelmatig door de ECB en het Europees Parlement besproken aangelegenheid was de tussentijdse herziening van de Lissabon-strategie. In zijn resoluties inzake deze aangelegenheid verwelkomde het Parlement de door de EU-Raad en de Europese Commissie gedane toezegging nieuwe dynamiek in de Lissabon-strategie te brengen en gaf het Parlement zijn steun aan het nieuwe kader voor “governance”. Het Parlement onderstreepte dat “een op groei gericht, duurzaam macro-economisch klimaat gewaarborgd moet zijn om deze economische, sociale en milieudoelen te kunnen verwezenlijken”. Het Parlement betreunde dat de Europese Raad niet de door de *high-level* groep onder voorzitterschap van Wim Kok naar voren gebrachte suggestie had overgenomen dat het goed zou zijn als de Commissie jaarlijks ranglijsten zou publiceren van de door lidstaten geboekte voortgang met verwezenlijking van de Lissabon-doelstellingen.

De President van de ECB zei dat de herziene Lissabon-strategie een goede blauwdruk vormde voor het ontsluiten van het groei- en werkgelegenheidspotentieel van Europa. Daarnaast was hij het eens met het standpunt van het Parlement dat een stabiel macro-economisch klimaat een eerste voorwaarde is voor het doen toenemen van de groei en werkgelegenheid. Hij benadrukte hierbij de noodzaak van “benchmarking” en “peer support” op Europees niveau om de tenuitvoerlegging van structurele hervormingen te verbeteren (zie paragraaf 1.1 in Hoofdstuk 4).

DE COMMUNICATIE INZAKE DE EURO EN DE EMU

In 2005 heeft het Europees Parlement tevens het beleid ten aanzien van de informatiever-schaffing aan de burgers van de huidige en de toekomstige landen van het eurogebied over de euro en de EMU nauw bestudeerd. In maart bezocht de rapporteur van het Europees Parlement over deze aangelegenheid de ECB om hierover van gedachten te wisselen met Directielid José Manuel González-Páramo en een aantal ECB-deskundigen. In zijn resolutie over

de uitvoering van een voorlichtings- en communicatiestrategie inzake de euro en de EMU, verwelkomde het Parlement de voordelen van de EMU en noemde het de euro “mogelijkerwijs het succesvolste Europese project (...) dat ooit is gestart”. Om de eenheidsmunt te steunen en de toekomstige leden van het eurogebied voor te bereiden op een soepele overgang op de nieuwe munt, riep het Parlement op tot een coherente, grootscheepse en duurzame communicatiestrategie ten aanzien van de euro en de EMU. Een van de door het Parlement voorgestelde maatregelen was dat de ECB een jaarlijkse kwantitatieve analyse zou kunnen uitvoeren van de voordelen van de eenheidsmunt voor de gewone burger.

Tijdens zijn bezoek aan de plenaire zitting van het Europees Parlement benadrukte de President dat de ECB alle passende middelen bestudeerde om de informatieverzorging over de voordelen van de eenheidsmunt te verbeteren. Hij lichtte in dit verband toe dat een brede kwantitatieve analyse van de voordelen van de euro te maken zou kunnen krijgen met methodologische problemen en gegevensbeperkingen. In een brief aan het Parlement werd tevens uiteengezet dat een dergelijke analyse wellicht ook kwesties zou moeten omvatten die niet tot het terrein van centraal bankieren behoren.

FINANCIËLE INTEGRATIE EN REGELGEVING

In de gedachtewisselingen tussen de ECB en het Europees Parlement kwamen kwesties in verband met financiële integratie en regelgeving wederom uitgebreid aan bod. Het Parlement besteedde vooral aandacht aan de werkzaamheden van het ESCB en die van het Committee of European Securities Regulators (Comité van Europese Effectenregelgevers of CEER) op het gebied van effectenclearing en -afwikkeling. In de door het Parlement in juli 2005 aangenomen resolutie over dit onderwerp, stelde het dat de ESCB/CEER-normen (zie paragraaf 4.3 in Hoofdstuk 3) niet vooruit zouden mogen lopen op EU-wetgeving en benadrukte het de noodzaak van een brede en open raadpleging van de betrokken partijen aangaande deze kwestie.

De President onderstreepte dat de normen een belangrijke bijdrage waren aan een veilige en geïntegreerde infrastructuur op het vlak van effectenclearing en -afwikkeling, en dat het ESCB en het CEER hun beslissingen hadden genomen op open en transparante wijze na een brede raadpleging van marktdeelnemers. Hij zei tevens dat de ESCB/CEER-normen noch vooruitliepen op toekomstige wetsinstrumenten op dit vlak, noch deze uitsloten.

EUROMUNTEN EN EUROBANKBIJETTEN

In 2005 is ook de mogelijke uitgifte van zeer lage coupures van eurobankbiljetten besproken. Naast het stellen van schriftelijke vragen aan de President over deze kwestie, heeft het Europees Parlement ook een verklaring aangenomen waarin de Europese Commissie, de EU-Raad en de ECB werden opgeroepen te erkennen dat het nodig was bankbiljetten van €1 en €2 uit te geven.

De Raad van Bestuur had in 2004 besloten geen zeer lage coupures van eurobankbiljetten uit te geven gezien het feit dat de argumenten tegen de invoering van dergelijke bankbiljetten sterker waren dan de argumenten ervoor. Het besluit van de Raad van Bestuur werd ingegeven door de te geringe vraag onder het grote publiek naar zeer lage coupures, de praktische problemen die de invoering van dergelijke bankbiljetten met zich mee zou brengen voor derden en de hoge kosten van het drukken en verwerken van dergelijke bankbiljetten. De President legde uit dat zich geen nieuwe gegevens hadden voorgedaan die de beoordeling van de Raad van Bestuur hadden gewijzigd.

Kunstenaar

Natividad Bermejo

Titel

Duérmete niño, 2000

Materiaal

Grafiek op papier

Afmetingen

145 x 212 cm

© ECB en de kunstenaar



HOOFDSTUK 6

EXTERNE COMMUNICATIE

I COMMUNICATIEBELEID

Communicatie vormt een integraal onderdeel van het monetaire beleid van de ECB en de uitvoering van haar overige taken. Twee centrale principes, te weten openheid en transparantie, geven richting aan de communicatie-activiteiten van de ECB, en komen de doeltreffendheid, doelmatigheid en geloofwaardigheid van het monetaire beleid van de ECB ten goede. Daarnaast dragen zij bij aan het streven van de ECB haar handelen volledig te verantwoorden, zoals reeds uitvoeriger besproken in Hoofdstuk 5.

De in 1999 geïntroduceerde verstreking van onmiddellijke, regelmatige en gedetailleerde uitleg van de monetaire-beleidsbeslissingen van de ECB en de daaraan ten grondslag liggende beoordelingen, zorgt voor een in zijn openheid en transparantie unieke benadering ten aanzien van centrale-bankcommunicatie. De monetaire-beleidsbeslissingen worden zodra de Raad van Bestuur ze heeft genomen toegelicht op een persconferentie. Daar wordt een uitvoerige inleidende verklaring voorgelezen door de President en zijn hij en de Vice-President beschikbaar voor het beantwoorden van vragen door de media. Sinds december 2004 wordt ook elke maand een overzicht van de andere beslissingen van de Raad van Bestuur naast die welke betrekking hebben op de rentetarieven, gepubliceerd op de websites van de centrale banken van het Eurosysteem.

De rechtsinstrumenten van de ECB worden in alle twintig officiële talen van de EU beschikbaar gemaakt, en zo ook de geconsolideerde financiële overzichten (de zogeheten “Weekstaten”) van het Eurosysteem. De overige statutaire publicaties van de ECB – het Jaarverslag, de kwartaalversie van het Maandbericht en het Convergentieverslag – worden gepubliceerd in negentien van de twintig officiële EU-talen.¹ Uit hoofde van verantwoording en transparantie tegenover de Europese burgers en hun gekozen vertegenwoordigers publiceert de ECB daarnaast ook andere documentatie in alle officiële talen, met name persberichten inzake de monetaire-beleidsbeslissingen, door medewerkers samengestelde macro-economische projecties en voor het algemene publiek relevante beleids-

standpunten. Het samenstellen, publiceren en distribueren van de voornaamste ECB-publicaties in de diverse nationale talen geschiedt in nauwe samenwerking met de nationale centrale banken.

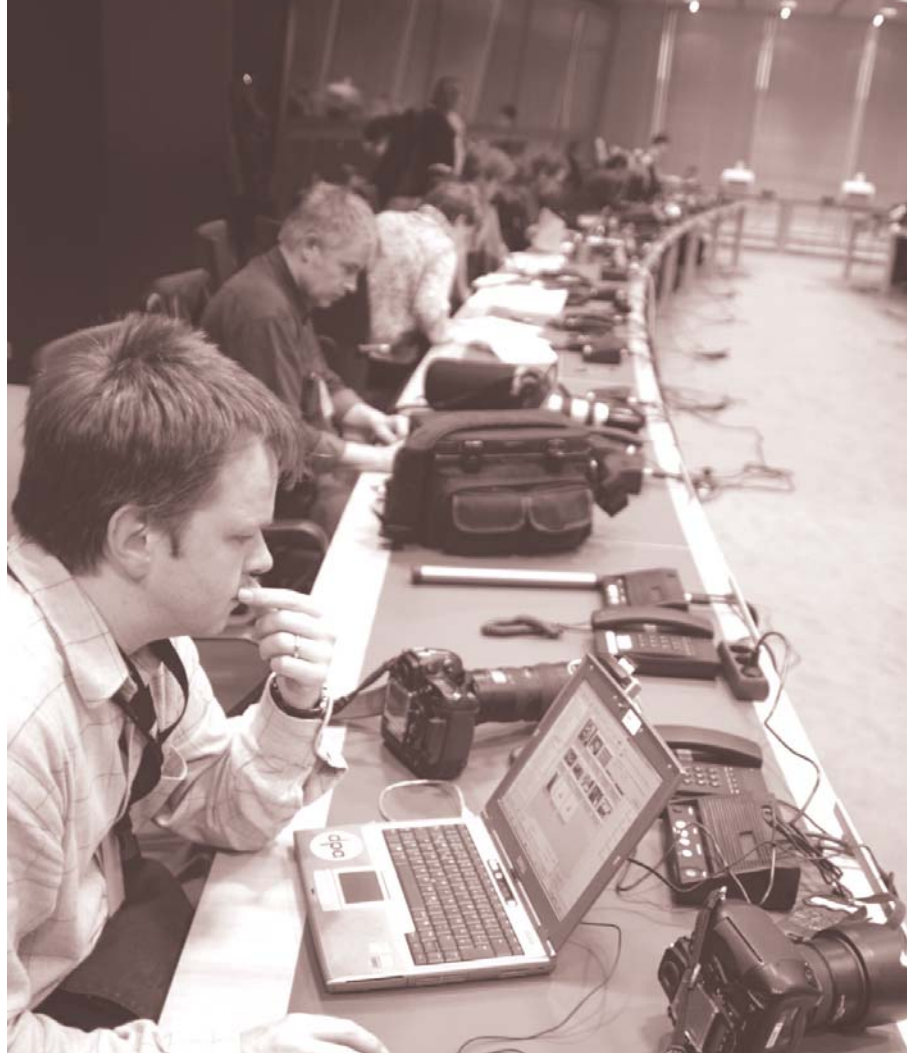
¹ Voor het Maltees wordt tijdelijk een uitzondering gemaakt.

2 COMMUNICATIE- ACTIVITEITEN

De ECB moet zich richten tot een grote verscheidenheid aan partijen, waaronder financiële deskundigen, de media, overheden, parlementen en het algemene publiek, die elk hun eigen kennisniveau bezitten ten aanzien van financiën en economie. Het mandaat van de ECB en haar beleidsbeslissingen worden derhalve toegelicht door middel van een scala van communicatie-instrumenten en -activiteiten, die voortdurend worden verbeterd om ze zo effectief mogelijk te maken.

De ECB publiceert een aantal studies en verslagen. Het Jaarverslag biedt een overzicht van de werkzaamheden van de ECB in het voorafgaande jaar en verschaft daarmee een middel om de ECB verantwoordelijk te houden voor haar optreden. Met het Maandbericht verschaft de ECB telkens haar meest actuele beoordeling van de economische en monetaire ontwikkelingen en de gedetailleerde informatie die ten grondslag ligt aan haar besluitvorming. Daarnaast draagt de ECB bij aan de verbreiding van onderzoeksresultaten door het uitgeven van “Working Papers” en “Occasional Papers” en door academische conferenties, seminars en workshops te organiseren.

In 2005 heeft de ECB, in samenwerking met de nationale centrale banken van het eurogebied, een onderwijsinstrument geproduceerd dat kan worden gebruikt door jonge teenagers en hun leraren. Dit nieuwe instrument beoogt een breed en duidelijk overzicht te geven van de redenen waarom prijsstabiliteit belangrijk is voor het waarborgen van lange-termijnwelvaart en van hoe het monetaire beleid van de ECB ernaar streeft deze doelstelling te verwezenlijken. Het informatiepakket, dat beschikbaar is in de talen van het eurogebied en dat is verspreid onder ongeveer 50.000 middelbare scholen in het eurogebied, bestaat uit een acht minuten durend filmpje, brochures voor leerlingen en een leraarboek. Het gehele pakket kan tevens worden gedownload van de website van de ECB, waar het beschikbaar is in alle officiële talen van de EU.



De ECB heeft tevens de manier waarop zij informatie verschaft aan de financiële markten over haar monetaire-beleidsbeslissingen en haar bekendmakingen beschikbaar stelt aan het grote publiek, verbeterd. Sinds februari 2005 is de maandelijkse persconferentie via een webcast live te volgen op de website van de ECB. Daarnaast zijn de daarmee verband houdende video- en audiobestanden kort na de persconferentie beschikbaar voor het grote publiek.

Samen met de BIB en de centrale banken van de G-10-landen is de ECB gestart met een nieuwe publicatie, het “International Journal of Central Banking”, waarvan het eerste driemaandelijkse nummer is gepubliceerd op 19 mei 2005. Het bevat beleidsrelevante artikelen over theorie en praktijk van het centrale-bankwerk, waarbij de nadruk in het bijzonder ligt op onderzoek op het terrein van monetair beleid en financiële stabiliteit.

Alle leden van de Raad van Bestuur dragen rechtstreeks bij aan verbetering van de kennis van en het inzicht in de taken en het beleid van de ECB onder het grote publiek door voor het Europees Parlement en nationale parlementen te verschijnen, door openbare toespraken te houden en door informatie te verschaffen aan de media. In 2005 hebben de leden van de Directie

rond 220 toespraken gehouden en talloze interviews gegeven, naast het publiceren van artikelen in tijdschriften en kranten.

De nationale centrale banken van het eurogebied spelen eveneens een belangrijke rol in de verspreiding, op nationaal niveau, van informatie over de euro en de activiteiten van het Euro-systeem onder het grote publiek en belanghebbers. In dat kader richten zij zich op een veelheid aan verschillende nationale en regionale partijen in de eigen taal en omgeving.

De ECB verwelkomt tevens bezoekers in groepsverband in haar hoofdkwartier in Frankfurt. In 2005 ontvingen rond 8.000 bezoekers informatie uit de eerste hand in de vorm van lezingen en presentaties door medewerkers van de ECB. Vooral studenten en personen werkzaam in de financiële sector brachten een bezoek aan de ECB.

Alle door de ECB gepubliceerde documenten en haar verschillende activiteiten zijn te vinden op de website van de ECB. Via verschillende kanalen zijn in 2005 rond 65.000 verzoeken om informatie ontvangen en verwerkt.

De ECB organiseert jaarlijks de zogeheten Culturele Dagen, een programma dat beoogt de culturele diversiteit en levendigheid van de EU-lidstaten dichterbij zowel het grote publiek als de eigen werknemers van de ECB te brengen. Dit initiatief belicht ieder jaar de culturele rijkdom van één lidstaat en bevordert op die manier een beter begrip van de landen binnen de EU. In 2005 stond Hongarije centraal bij deze Culturele Dagen, na Portugal in 2003 en Polen in 2004. Het evenementenprogramma is georganiseerd in nauwe samenwerking met Magyar Nemzeti Bank en vond plaats tussen 2 en 28 november.

Kunstenaar

Pedro Proença

Titel

Alla turca (algumas anotações musicais), 2001

Materiaal

Acrylverf op doek

Afmetingen

200 x 150 cm

© ECB en de kunstenaar

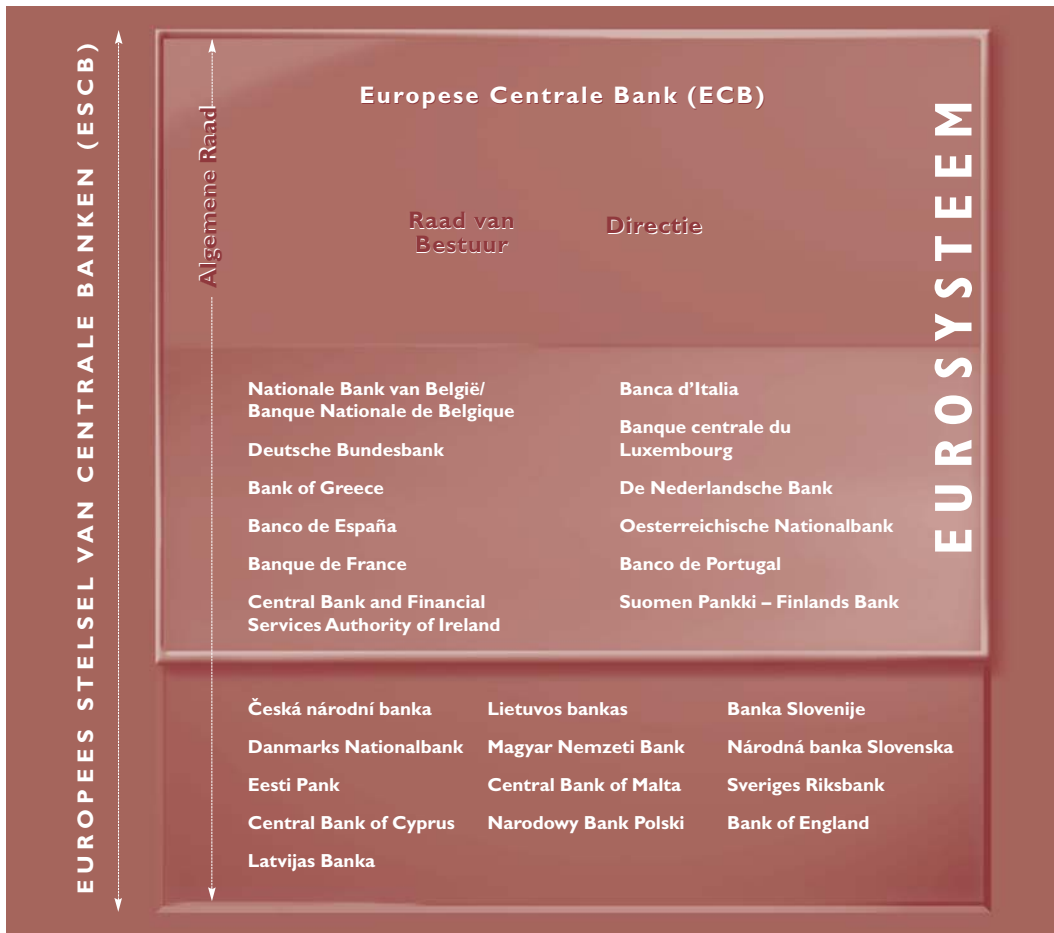


HOOFDSTUK 7

INSTITUTIONEEL KADER, ORGANISATIE EN JAARREKENING

I BESLUITVORMENDE ORGANEN EN CORPORATE GOVERNANCE VAN DE ECB

I.1 HET EUROSISTEEM EN HET EUROPEES STELSEL VAN CENTRALE BANKEN



Het Eurosysteem is het centrale-bankstelsel van het eurogebied en omvat de ECB en de nationale centrale banken van de twaalf lidstaten die de euro als munt hebben. Om de structuur van het centrale-bankwezen in het eurogebied inzichtelijker te maken, heeft de Raad van Bestuur besloten de naam “Eurosysteem” te hanteren. De term onderstreept de gezamenlijke identiteit, het teamwerk en de samenwerking van al zijn leden. In januari 2005 hebben de ECB en de nationale centrale banken op hun websites de missie van het Eurosysteem gepubliceerd, alsmede de strategische oogmerken en organisatorische beginselen voor de vervulling van de functies van het Eurosysteem door alle leden van het Eurosysteem.

Het ESCB bestaat uit de ECB en de nationale centrale banken van alle lidstaten van de EU (thans 25), d.w.z. het omvat ook de nationale centrale banken van de lidstaten die nog niet zijn overgegaan op de euro. Zolang er lidstaten zijn die nog niet op de euro zijn overgegaan, zal er onderscheid moeten worden gemaakt tussen het Eurosysteem en het ESCB.

De ECB heeft rechtspersoonlijkheid krachtens internationaal publiekrecht. De ECB vormt de kern van het Eurosysteem en van het ESCB en is verantwoordelijk voor de uitvoering van de respectieve taken, hetzij door eigen werkzaamheden hetzij via de nationale centrale banken.

Elke nationale centrale bank heeft rechtspersoonlijkheid krachtens de nationale wetgeving van het land van vestiging. De nationale centrale banken van het eurogebied, die een integrerend onderdeel van het Eurosysteem uitmaken, voeren de hun door het Eurosysteem opgedragen taken uit conform de regels gesteld door de besluitvormende organen van de ECB. Ook via deelname aan de comités van het Eurosysteem en het ESCB (zie Paragraaf 1.5 in dit Hoofdstuk) leveren de nationale centrale banken een bijdrage aan de werkzaamheden van het Eurosysteem en het ESCB. De nationale centrale banken mogen op eigen verantwoordelijkheid ook taken vervullen die geen verband houden met het Eurosysteem, tenzij de Raad van Bestuur van mening is dat dergelijke taken de doelstellingen en taken van het Eurosysteem doorkruisen.

Het Eurosysteem en het ESCB worden bestuurd door de besluitvormende organen van de ECB: de Raad van Bestuur en de Directie. De Algemene Raad fungeert als derde besluitvormend orgaan van de ECB zolang er EU-lidstaten zijn die nog niet op de euro zijn overgegaan. De besluitvormende organen fungeren conform de bepalingen van het Verdrag, de Statuten van het ESCB en de desbetreffende Reglementen van Orde¹. De besluitvorming binnen het Eurosysteem en het ESCB is gecentraliseerd. De ECB en de nationale centrale banken werken echter gezamenlijk, zowel strategisch als operationeel, aan de verwezenlijking van de gemeenschappelijke doelstellingen, met inachtneming van het decentralisatiebeginsel overeenkomstig de Statuten van het ESCB.

1.2 DE RAAD VAN BESTUUR

De Raad van Bestuur omvat alle leden van de Directie van de ECB en de presidenten van de nationale centrale banken van de lidstaten die op de euro zijn overgegaan. De hoofdtaken van de Raad, zoals vastgelegd in het Verdrag, zijn:

- het vaststellen van de richtsnoeren en het nemen van de besluiten die nodig zijn voor

het vervullen van de aan het Eurosysteem opgedragen taken; en

- het formuleren van het monetaire beleid van het eurogebied, in voorkomend geval met inbegrip van besluiten met betrekking tot intermediaire monetaire doelstellingen, de belangrijkste rentetarieven en de liquiditeitsvoorziening in het Eurosysteem, en het opstellen van de nodige richtsnoeren voor de uitvoering ervan.

De Raad van Bestuur vergadert gewoonlijk twee maal per maand in het gebouw van de ECB in Frankfurt am Main in Duitsland. Tijdens de eerste vergadering van elke maand worden onder meer de monetaire en economische ontwikkelingen diepgaand besproken en worden daarmee samenhangende besluiten genomen, terwijl de tweede vergadering gewoonlijk is gewijd aan vraagstukken die verband houden met andere taken en verantwoordelijkheden van de ECB en het Eurosysteem. In 2005 zijn twee vergaderingen buiten Frankfurt belegd: de ene werd georganiseerd door de Deutsche Bundesbank in Berlijn en de andere door de Bank of Greece in Athene.

Bij het nemen van besluiten omtrent het monetaire beleid en de andere taken van de ECB en het Eurosysteem handelen de leden van de Raad van Bestuur niet als vertegenwoordigers van hun land maar in een volledig onafhankelijke hoedanigheid. Dit komt tot uitdrukking in het feit dat ieder lid binnen de Raad van Bestuur één stem heeft.

¹ Voor het Reglement van Orde van de ECB, zie Besluit ECB/2004/2 van 19 februari 2004 ter goedkeuring van het Reglement van Orde van de Europese Centrale Bank, Pb L 80, 18 maart 2004, blz. 33; Besluit ECB/2004/12 van 17 juni 2004 ter goedkeuring van het Reglement van Orde van de Algemene Raad van de ECB, Pb L 230, 30 juni 2004, blz. 61; en Besluit ECB/1999/7 van 12 oktober 1999 betreffende het Reglement van Orde van de Directie van de ECB, Pb L 314, 8 december 1999, blz. 34. Deze reglementen zijn tevens beschikbaar op de website van de ECB.

DE RAAD VAN BESTUUR



Jean-Claude Trichet

President van de ECB

Lucas D. Papademos

Vice-President van de ECB

Lorenzo Bini Smaghi (vanaf 1 juni 2005)

Lid van de Directie van de ECB

Jaime Caruana

President van de Banco de España

Vítor Constâncio

President van de Banco de Portugal

Vincenzo Desario

(van 20 december 2005 tot 15 januari 2006)

Plaatsvervangend President van de Banca d'Italia

Mario Draghi (vanaf 16 januari 2006)

President van de Banca d'Italia

Antonio Fazio (tot 19 december 2005)

President van de Banca d'Italia

Nicholas C. Garganas

President van de Bank of Greece

José Manuel González-Páramo

Lid van de Directie van de ECB

John Hurley

President van de Central Bank and Financial Services Authority of Ireland

Otmar Issing

Lid van de Directie van de ECB

Klaus Liebscher

Gouverneur van de Oesterreichische Nationalbank

Erkki Liikanen

President van Suomen Pankki – Finlands Bank

Yves Mersch

President van de Banque centrale du Luxembourg

Christian Noyer

President van de Banque de France

Tommaso Padoa-Schioppa (tot 31 mei 2005)

Lid van de Directie van de ECB

Guy Quaden

Gouverneur van de Nationale Bank van België/

Banque Nationale de Belgique

Gertrude Tumpel-Gugerell

Lid van de Directie van de ECB

Axel A. Weber

President van de Deutsche Bundesbank

Nout Wellink

President van De Nederlandsche Bank

Achterste rij

(van links naar rechts):

Lorenzo Bini Smaghi,
Klaus Liebscher, Axel A. Weber,
José Manuel González-Páramo,
Otmar Issing

Middelste rij

(van links naar rechts):

Jaime Caruana, Vítor Constâncio,
Erkki Liikanen, Antonio Fazio,
John Hurley, Guy Quaden

Voorste rij

(van links naar rechts):

Nicholas C. Garganas, Yves Mersch,
Gertrude Tumpel-Gugerell,
Lucas D. Papademos,
Jean-Claude Trichet, Nout Wellink,
Christian Noyer

1.3 DE DIRECTIE

De Directie bestaat uit de President, de Vice-President en vier overige leden die in onderlinge overeenstemming zijn benoemd door de staatshoofden of regeringsleiders van de lidstaten die op de euro zijn overgegaan. De belangrijkste taken van de Directie, die gewoonlijk eens per week bijeenkomt, zijn:

- het voorbereiden van de vergaderingen van de Raad van Bestuur;
- het uitvoeren van het monetaire beleid overeenkomstig de richtsnoeren en besluiten van de Raad van Bestuur en het daartoe geven

van de nodige instructies aan de nationale centrale banken van het Eurosysteem;

- het dragen van de verantwoordelijkheid voor de dagelijkse gang van zaken bij de ECB; en
- het op zich nemen van bepaalde, door de Raad van Bestuur aan de Directie gedelegeerde taken, met inbegrip van bepaalde regelgevende taken.

Het Management-Comité, dat wordt voorgezeten door een lid van de Directie, adviseert en ondersteunt de Directie bij het beheer, de bedrijfsplanning en het jaarlijkse begrotingsproces van de ECB.

Achterste rij
(van links naar rechts):
Lorenzo Bini Smaghi,
José Manuel González-Páramo,
Otmar Issing

Voorste rij
(van links naar rechts):
Gertrude Tumpel-Gugerell,
Jean-Claude Trichet (President),
Lucas D. Papademos
(Vice-President)



Jean-Claude Trichet

President van de ECB

Lucas D. Papademos

Vice-President van de ECB

Lorenzo Bini Smaghi (vanaf 1 juni 2005)

Lid van de Directie van de ECB

José Manuel González-Páramo

Lid van de Directie van de ECB

Otmar Issing

Lid van de Directie van de ECB

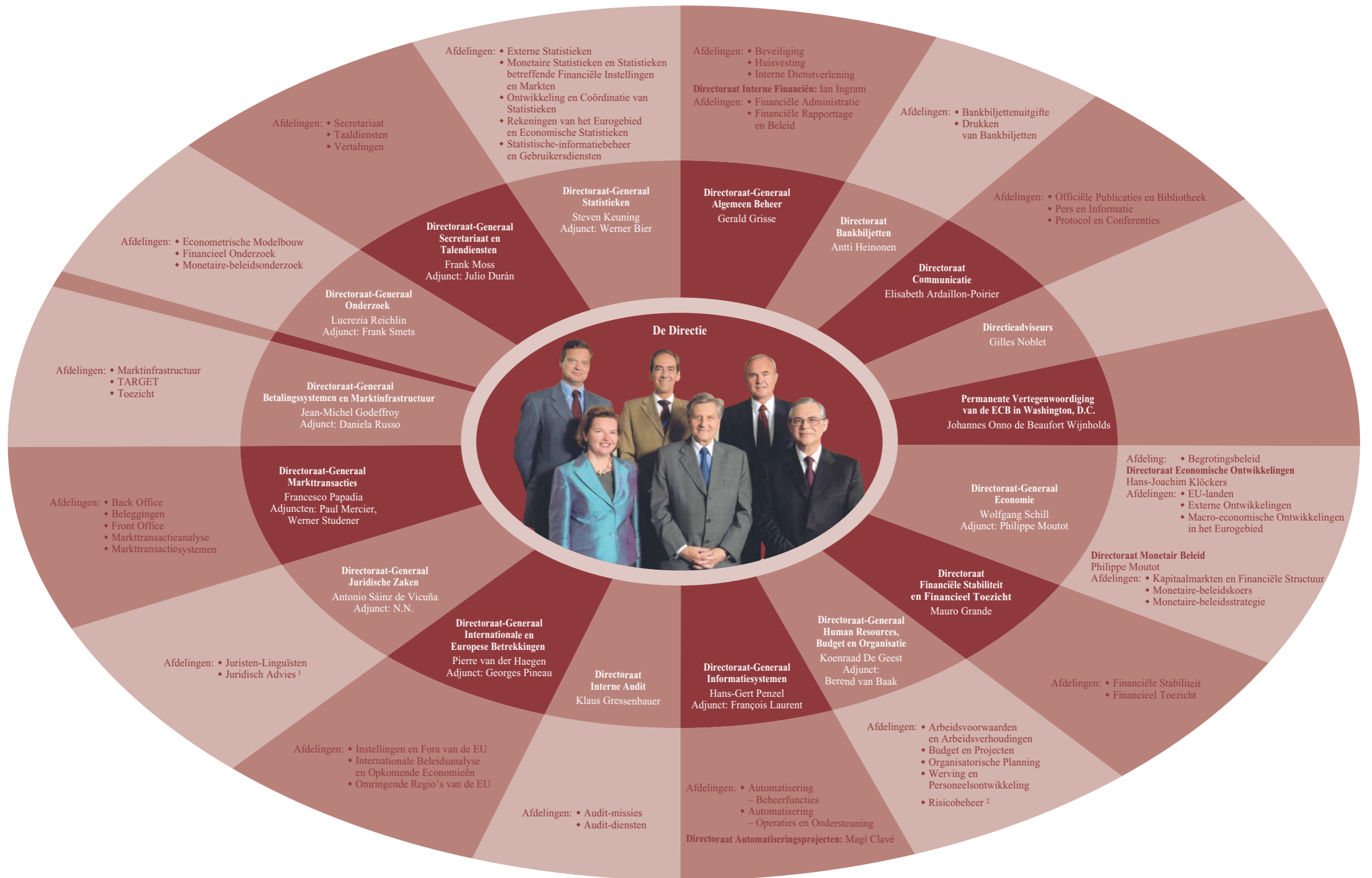
Tommaso Padoa-Schioppa

(tot 31 mei 2005)

Lid van de Directie van de ECB

Gertrude Tumpel-Gugerell

Lid van de Directie van de ECB



De Directie

Achterste rij (van links naar rechts): Lorenzo Bini Smaghi, José Manuel González-Páramo, Otmar Issing

Voorste rij (van links naar rechts): Gertrude Tumpel-Gugerell, Jean-Claude Trichet (President), Lucas D. Papademos (Vice-President)

¹ Met inbegrip van de gegevensbeschermingsfunctie.

² Rapporteert rechtstreeks aan de Directie.

I.4 DE ALGEMENE RAAD

De Algemene Raad bestaat uit de President en de Vice-President van de ECB en de centrale-bank-presidenten van alle lidstaten van de EU. De Algemene Raad voert hoofdzakelijk de van het EMI overgenomen taken uit die nog door de ECB moeten worden vervuld zolang niet alle lidstaten op de euro zijn overgegaan. In 2005 is de Algemene Raad vier keer bijeengekomen. De Algemene Raad heeft in maart 2005 besloten de presidenten van de centrale banken van Bulgarije en Roemenië uit te nodigen om, vanaf de datum dat

hun landen het Toetredingsverdrag hadden ondertekend, als waarnemer de bijeenkomsten van de Algemene Raad bij te wonen. Dit besluit werd genomen in overeenstemming met de benadering die van toepassing was op de centrale banken van de destijds tien toetredende landen in 2003 met het oog op het verbeteren van de samenwerking met de toetredende centrale banken tijdens de voorbereiding op hun toetreding tot het ESCB. Op 16 juni 2005 hebben de presidenten van de Bulgaarse en Roemeense centrale bank voor het eerst als waarnemer een bijeenkomst van de Algemene Raad bijgewoond.



Achterste rij

(van links naar rechts):

Andres Lipstok, Erkki Liikanen, Ilmārs Rimšēvičs, Lars Heikensten, Zdeněk Tůma, Axel A. Weber, Reinoldijus Šarkinas, Mitja Gaspari

Middelste rij

(van links naar rechts):

Nicholas C. Garganas, Jaime Caruana, Leszek Balcerowicz, Vítor Constâncio, Klaus Liebscher, Antonio Fazio, John Hurley, Zsigmond Járαι

Voorste rij

(van links naar rechts):

Yves Mersch, Bodil Nyboe Andersen, Christodoulos Christodoulou, Lucas D. Papademos, Jean-Claude Trichet, Michael C. Bonello, Nout Wellink, Christian Noyer, Guy Quaden

NB: Mervyn King en Ivan Šramko waren niet in de gelegenheid de vergadering waar deze foto werd genomen, bij te wonen.

Jean-Claude Trichet President van de ECB
Lucas D. Papademos Vice-President van de ECB
Bodil Nyboe Andersen (tot 31 oktober 2005) President van Danmarks Nationalbank
Leszek Balcerowicz President van Narodowy Bank Polski
Nils Bernstein (vanaf 1 november 2005) President van Danmarks Nationalbank
Michael C. Bonello President van de Central Bank of Malta
Jaime Caruana President van de Banco de España
Christodoulos Christodoulou President van de Central Bank of Cyprus
Vítor Constâncio President van de Banco de Portugal
Vincenzo Desario (van 20 december 2005 tot 15 januari 2006) Plaatsvervangend President van de Banca d'Italia
Mario Draghi (vanaf 16 januari 2006) President van de Banca d'Italia
Antonio Fazio (tot 19 december 2005) President van de Banca d'Italia
Nicholas C. Garganas President van de Bank of Greece
Mitja Gaspari President van Banka Slovenije
Lars Heikensten (tot 31 december 2005) President van Sveriges Riksbank

John Hurley President van de Central Bank and Financial Services Authority of Ireland
Stefan Ingves (vanaf 1 januari 2006) Gouverneur van Sveriges Riksbank
Zsigmond Járαι President van Magyar Nemzeti Bank
Mervyn King President van de Bank of England
Vahur Kraft (tot 6 juni 2005) President van Eesti Pank
Klaus Liebscher Gouverneur van de Oesterreichische Nationalbank
Erkki Liikanen President van Suomen Pankki – Finlands Bank
Andres Lipstok (vanaf 7 juni 2005) President van Eesti Pank
Yves Mersch President van de Banque centrale du Luxembourg
Christian Noyer President van de Banque de France
Guy Quaden Gouverneur van de Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique
Ilmārs Rimšēvičs President van Latvijas Banka
Reinoldijus Šarkinas Voorzitter van de Directie van Lietuvos bankas
Ivan Šramko President van Národná banka Slovenska
Zdeněk Tůma President van Česká národní banka
Axel A. Weber President van de Deutsche Bundesbank
Nout Wellink President van De Nederlandsche Bank

1.5 COMITÉS VAN HET EUROSISTEEM/ESCB, HET BEGROTINGSCOMITÉ EN DE HUMAN RESOURCES CONFERENTIE

COMITÉS VAN HET EUROSISTEEM/ESCB, HET BEGROTINGSCOMITÉ, DE HUMAN RESOURCES CONFERENTIE EN HUN VOORZITTERS	
Comité voor administratieve verslagleggingsvraagstukken en monetaire inkomsten Ian Ingram	Comité voor internationale betrekkingen Henk Brouwer
Comité voor banktoezicht Edgar Meister	Juridisch comité Antonio Sáinz de Vicuña
Comité bankbiljetten Antti Heinonen	Comité markttransacties Francesco Papadia
Eurosysteem/ESCB-Comité voor communicatie Elisabeth Ardaillon-Poirier	Comité voor het monetaire beleid Wolfgang Schill
Automatiseringscomité Hans-Gert Penzel	Comité voor betalings- en verrekeningssystemen Jean-Michel Godeffroy
Comité van interne accountants Klaus Gressenbauer	Comité statistieken Steven Keuning
Begrotingscomité Liam Barron	Human Resources Conferentie (HRC) Koenraad De Geest

De comités van het Eurosysteem/ESCB zijn een belangrijke rol blijven spelen in het ondersteunen van de besluitvormende organen van de ECB bij de vervulling van hun taken. Op verzoek van zowel de Raad van Bestuur als de Directie hebben de comités kennis op hun vakgebieden aangedragen en zo het besluitvormingsproces vergemakkelijkt. Het lidmaatschap van de comités is gewoonlijk voorbehouden aan medewerkers van de centrale banken van het Eurosysteem. De nationale centrale banken van de lidstaten die nog niet op de euro zijn overgegaan nemen echter wel deel aan bijeenkomsten van comités als daar onderwerpen worden behandeld die onder de bevoegdheid van de Algemene Raad vallen. In voorkomende gevallen worden ook andere bevoegde instanties uitgenodigd, zoals nationale toezichhouders bij het Comité voor banktoezicht. Sinds de ondertekening van het Toetredingsverdrag in

april 2005 en conform het besluit om de presidenten van de centrale banken van de toetredende landen uit te nodigen voor het bijwonen van de bijeenkomsten van de Algemene Raad, zijn deskundigen van de centrale banken van Bulgarije en Roemenië uitgenodigd om als waarnemer bijeenkomsten van comités van het ESCB bij te wonen als daar onderwerpen worden behandeld die binnen de bevoegdheid van de Algemene Raad vallen. Er zijn thans 12 comités van het Eurosysteem/ESCB, alle opgericht krachtens artikel 9 van het Reglement van Orde van de ECB.

Het Begrotingscomité, dat is opgericht krachtens artikel 15 van het Reglement van Orde, staat de Raad van Bestuur bij inzake aangelegenheden met betrekking tot de begroting van de ECB.

In november 2005 heeft de Raad van Bestuur krachtens Artikel 9a van Reglement van Orde een Human Resources Conferentie opgericht (zie Paragraaf 2 van dit hoofdstuk).

1.6 CORPORATE GOVERNANCE

Naast de besluitvormende organen zijn er ten behoeve van de corporate governance van de ECB een aantal externe en interne controlelagen, alsmede regels ten aanzien van de toegang van het publiek tot documenten van de ECB.

DE EXTERNE CONTROLELAGEN

De Statuten van het ESCB voorzien in twee externe controlelagen, te weten de externe accountant², die is aangesteld om de jaarrekening van de ECB te controleren (artikel 27.1 van de Statuten van het ESCB) en de Europese Rekenkamer, die de doelmatigheid van het operationele beheer van de ECB toetst (artikel 27.2). Het jaarverslag van de Europese Rekenkamer is, tezamen met de reactie daarop van de ECB, is gepubliceerd op de website van de ECB en in het Publicatieblad van de Europese Unie.

In augustus 2002 heeft de Raad van Bestuur besloten dat de taak van de externe accountant onder accountantskantoren moet rouleren, ten einde het publiek ervan te verzekeren dat de onafhankelijkheid van de externe accountant van de ECB is gewaarborgd. Dit besluit werd genomen als onderdeel van de procedure voor de benoeming van de externe accountant van de ECB.

DE INTERNE CONTROLELAGEN

De interne controlestructuur van de ECB stoelt op een functionele benadering. Elke organisatie-eenheid (sectie, afdeling, directoraat of directoraat-generaal) is verantwoordelijk voor haar eigen interne controle en efficiëntie. Wat dat betreft passen de eenheden binnen hun verantwoordelijkheidsgebieden operationele controleprocedures toe en bepalen zij het risiconiveau dat aanvaardbaar wordt geacht. Zo is er een samenstel aan regels en procedures – ook wel bekend als ‘Chinese walls’ – om te voorko-

men dat gevoelige informatie wordt overgedragen van eenheden die verantwoordelijk zijn voor het monetaire beleid naar eenheden die verantwoordelijkheid dragen voor het beheer van de externe reserves en het eigen vermogen van de ECB. Naast de door elke organisatie-eenheid uitgevoerde controles, houden verschillende afdelingen het Directoraat-Generaal Human Resources, Begroting en Organisatie toezicht op het controleproces en dienen zij voorstellen in ter verbetering van de effectiviteit van risicobepaling, -beoordeling en -beheersing in de ECB als geheel.

Onafhankelijk van de controlestructuur en risicocontrole van de ECB, voert het Directoraat Interne Audit onder verantwoordelijkheid van de Directie accountantscontroles uit. Overeenkomstig het mandaat zoals vastgelegd in het Controlehandvest van de ECB³, wordt bij de interne-accountantscontroles op *ad hoc* basis de toereikendheid en de effectiviteit van het binnen de ECB geldende systeem van interne controle alsmede de kwaliteit van de tenuitvoerlegging daarvan bij de vervulling van de toegewezen taken bezien en beoordeeld. De interne accountants van de ECB houden zich daarbij aan de internationale normen inzake de beroepsuitoefening zoals die zijn vastgesteld door het *Institute of Internal Auditors*.

Als comité van het Eurosysteem/ESCB is het Comité van interne accountants, bestaande uit de hoofden van de interne-accountantscontroledienst bij de ECB en de nationale centrale banken, verantwoordelijk voor de coördinatie van de interne-accountantscontrole met betrekking tot gezamenlijke projecten en operationele systemen op het niveau van het Eurosysteem/ESCB.

Er gelden bij de ECB twee Gedragscodes. De eerste geldt voor de leden van de Raad van

2 Na een tenderprocedure in 2002 werd KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft als externe accountant van de ECB benoemd voor een periode van vijf jaar voor de financiële jaren 2003 t/m 2007.

3 Dit Handvest is op de website van de ECB gepubliceerd teneinde de transparantie van de bij de ECB geldende interne-controreleregelingen te bevorderen.

Bestuur en weerspiegelt hun verantwoordelijkheid om de integriteit en reputatie van het Euro-systeem te waarborgen en de doelmatigheid van de transacties van het Eurosysteem te handhaven.⁴ Deze code dient als leidraad en stelt ethische normen vast voor de leden van de Raad van Bestuur en hun plaatsvervangers bij het uitoefenen van hun functie als lid van de Raad van Bestuur. De Raad van Bestuur heeft tevens een adviseur aangesteld als raadgever voor zijn leden betreffende een aantal facetten van de beroepsethiek. De tweede Gedragscode is de Gedragscode van de ECB, die een leidraad en toetssteen vormen voor de medewerkers van de ECB en de leden van de Directie, van wie wordt verwacht dat zij hoge normen van beroepsethiek in acht nemen in hun taakvervulling bij de ECB.⁵ Krachtens de regels in de Gedragscode ter voorkoming van misbruik van voorkennis, is het medewerkers van de ECB en de leden van de Directie verboden bij het voor eigen rekening en risico of voor rekening en risico van een derde uitvoeren van financiële transacties enig voordeel te trekken uit voorkennis.⁶ Een door de Directie aangestelde Ethisch Adviseur waarborgt een consequente interpretatie van deze regels.

MAATREGELEN TER VOORKOMING VAN FRAUDE

In 1999 hebben het Europees Parlement en de Raad van de EU een Verordening⁷ vastgesteld om de strijd tegen fraude, corruptie en andere onwettige en voor de financiële belangen van de Gemeenschap schadelijke activiteiten op te voeren. In de Verordening wordt onder meer voorzien in intern onderzoek door het Europees Bureau voor Fraudebestrijding (OLAF) bij verdenking van fraude binnen eenheden van de Gemeenschap.

De OLAF-Verordening voorziet dat elk van deze eenheden besluiten goedkeurt die ertoe strekken OLAF in staat te stellen onderzoek te doen binnen deze eenheden. In juni 2004 heeft de Raad van Bestuur een Besluit⁸ aangenomen betreffende de voorwaarden waaronder OLAF onderzoek mag verrichten bij de ECB. Dit Besluit trad op 1 juli 2004 in werking.

TOEGANG VAN HET PUBLIEK TOT ECB-DOCUMENTEN

Het in maart 2004 goedgekeurde ECB-Besluit betreffende publieke toegang tot ECB-documenten⁹, stemt overeen met de doelstellingen en standaarden die door andere EU-instellingen en -organen worden toegepast met betrekking tot publieke toegang tot hun documenten. Het verhoogt de transparantie, terwijl tegelijkertijd rekening wordt gehouden met de onafhankelijkheid van de ECB en van de nationale centrale banken, en de vertrouwelijkheid van bepaalde zaken die specifiek zijn voor de uitvoering van de taken van de ECB wordt erdoor gewaarborgd. Het aantal verzoeken tot publieke toegang van documenten bleef in 2005 beperkt.

4 Zie de Gedragscode voor de leden van de Raad van Bestuur, Pb C 123, 24 mei 2002, blz. 9 en de website van de ECB.

5 Zie de Gedragscode van de Europese Centrale Bank overeenkomstig artikel 11, lid 3, van het Reglement van Orde van de Europese Centrale Bank, Pb C 76, 8 maart 2001, blz. 12 en de website van de ECB.

6 Zie Deel 1.2 van de ECB Personeelsverordeningen en -regelingen houdende regelingen inzake gedragsregels en beroepsgeheim, Pb C 92, 16 april 2004, blz. 31 en de website van de ECB.

7 Verordening (EG) Nr. 1073/1999 van het Europees Parlement en van de Raad van 25 mei 1999 betreffende onderzoeken door het Europees Bureau voor fraudebestrijding (OLAF), Pb L 136, 31 mei 1999, blz.1.

8 Besluit (ECB/2004/11) van de Europese Centrale Bank betreffende de voorwaarden voor en de wijze van uitvoering van onderzoeken binnen de Europese Centrale Bank, door het Europees Bureau voor fraudebestrijding, op het gebied van de bestrijding van fraude, corruptie en elke andere onwettige activiteit waardoor de financiële belangen van de Europese Gemeenschappen worden geschaad en tot wijziging van de arbeidsvoorwaarden voor het personeel van de Europese Centrale Bank, Pb L 230, 30 juni 2004, blz. 56. Dit Besluit werd goedgekeurd in reactie op het oordeel van het Europees Hof van Justitie op 10 juli 2003 in Zaak 11/00 *Commissie versus Europese Centrale Bank*, ECR, I-7147.

9 Pb L 80 van 18 maart 2004, blz. 42.

2 ORGANISATORISCHE ONTWIKKELINGEN

2.1 HUMAN RESOURCES

PERSONEEL

Voor 2005 bedroeg het totale aantal begrootte formatieplaatsen 1.369,5 fte's, vergeleken met 1.362,5 fte's voor 2004. Per ultimo 2005 bedroeg het aantal personeelsleden van de ECB met een vaste aanstelling of een tijdelijk arbeidscontract van tenminste 12 maanden 1.360, hetgeen overeenkomt met 1.351 fte's.¹⁰ Na 15 mei 2005 is de ECB begonnen met het in behandeling nemen van sollicitaties uit de twee toetredende landen, Bulgarije en Roemenië. Alle externe werving ter vervulling van permanente functies is verricht op basis van contracten met een vaste looptijd van vijf jaar voor management- en adviesfuncties en contracten met een vaste looptijd van drie jaar voor alle overige medewerkers.

In 2005 heeft de ECB 106 kortlopende contracten met een looptijd van minder dan een jaar aangeboden om in een tijdelijke personeelsbehoefte te voorzien (ter vervanging van medewerkers met zwangerschapsverlof, ouderschapsverlof of onbetaald verlof, etc.), tegen 123 in 2004.

Daarnaast zijn, in overeenstemming met een van de organisatorische beginselen van het Euro-systeem dat bepaalt dat "uitwisseling van personeel, kennis en ervaring door en tussen alle leden van het Eurosysteem wordt bevorderd", 80 deskundigen van de 25 nationale centrale banken, en van de Bulgarian National Bank en de Banca Națională a României, door de ECB aangesteld voor korte perioden van 3 tot 11 maanden. Deze korte detacheringen boden een bijzonder nuttige gelegenheid voor de medewerkers van de ECB en de nationale centrale banken om van elkaars ervaringen te leren en daarmee de teamgeest binnen het ESCB te bevorderen. Zij hebben tevens bijgedragen aan de voorbereidingen voor verdere uitbreiding van de EU en de toekomstige integratie van de Bulgarian Central Bank en de Banca Națională a României in het ESCB.

In 2005 heeft de ECB stages aangeboden aan 158 studenten en afgestudeerden met oplei-

dingsachtergronden in de economie, statistiek, bedrijfskunde, rechtswetenschappen en vertaal-kunde. Van de 158 stageplaatsen werden er 10 aangeboden in het kader van het *Graduate Research Programme* (programma voor postdoctoraal onderzoek), dat is bestemd voor zeer talentvolle jonge onderzoekers die vergevorderd zijn met hun promotieonderzoek.

In 2005 hebben aan het gastonderzoekersprogramma, dat is gericht op specifieke onderzoeksprojecten van hoog niveau op het terrein van het monetaire beleid, 19 onderzoekers deelgenomen, tegen 18 in 2004.

In 2005 is het ECB *Graduates' Programme*, een programma voor pas-afgestudeerden met een brede opleidingsachtergrond, van start gegaan met een oproep tot aanmelding. De eerste deelnemers zullen naar verwachting in 2006 worden toegelaten.

INTERNE MOBILITEIT

Interne mobiliteit biedt medewerkers een mogelijkheid hun deskundigheid te verbreden en vormt een middel om de synergieën tussen de functionele geledingen te vergroten. In dit opzicht streeft het interne wervingsbeleid, dat een grotere nadruk op bredere bekwaamheden legt dan in het verleden, ernaar de interne mobiliteit van medewerkers verder te vergemakkelijken. Overige initiatieven, zoals uitwisselingen tussen medewerkers en tijdelijke interne overplaatsingen naar nieuwe functies om in te vallen voor afwezige collega's, ondersteunen eveneens de interne mobiliteit. In 2005 zijn meer dan 100 medewerkers intern naar andere functies overgegaan.

EXTERNE MOBILITEIT

ECB-medewerkers bleven gedetacheerd worden naar nationale centrale banken en andere relevante internationale en Europese instellingen (bijv. de Europese Commissie en het IMF) voor perioden van 2 tot 12 maanden. In 2005 hebben 15 medewerkers deelgenomen aan het Externe-

¹⁰ Dit in vergelijking met 1.314 medewerkers met een vaste aanstelling of een tijdelijk arbeidscontract per ultimo 2004, hetgeen overeenkwam met 1.309 fte's.

werkervaringsproject. Daarnaast is de ECB medewerkers die wilden gaan werken bij een nationale centrale bank of andere in aanmerking komende financiële organisatie, onbetaald verlof blijven toekennen voor een periode van maximaal drie jaar. In 2005 hebben 14 medewerkers gebruik gemaakt van deze mogelijkheid.

VERSTERKING VAN HUMAN RESOURCES

De implementatie van de nieuwe, in 2004 geïnitieerde HR(human resources)-strategie werd in 2005 voortgezet. Naast het bevorderen van mobiliteit, waaronder het laten rouleren van managers, richt de HR-strategie zich op het ontwikkelen van de leiderschapskwaliteiten binnen de ECB. Management- en leiderschapskwaliteiten werden verder versterkt door training, individuele begeleiding en een *multi-source feedback exercise* (gedifferentieerd terugkoppelingsproces). Dit jaarlijkse terugkoppelingsproces, hetgeen voor alle managers verplicht is, voorziet in een beoordeling door relevante medewerkers die wordt meegenomen in de jaarlijkse prestatiebeoordeling van ECB-managers. Daarnaast is het *Advanced Management Training Programme* uitgebreid en omvat nu tevens het managen van de prestaties van medewerkers en organisatieverandering.

Bovendien zijn de in 2004 vastgestelde zes algemene ECB-waarden (deskundigheid, effectiviteit en doelmatigheid, integriteit, teamgeest, transparantie en verantwoordingsplicht, en werken voor Europa) geleidelijk in het humanresourcesbeleid geïncorporeerd. De eerste stappen in het vertalen van deze waarden naar de dagelijkse handwijze en prestaties van medewerkers bestonden uit bemoedigende initiatieven om de waarden in concrete gedragsnormen en acties om te zetten en ze onderdeel te maken van de beoordeling van werknemerprestaties.

Het voortdurend eigen maken en ontwikkelen van vaardigheden en deskundigheid vormt een van de belangrijkste aspecten van de HR-strategie van de ECB. Als grondbeginsel geldt dat leren en ontwikkelen een gedeelde verantwoordelijkheid zijn. De ECB levert de budgettaire



middelen en het opleidingskader, de managers bepalen de trainingsbehoefte teneinde er voor te zorgen dat medewerkers het voor hun huidige functie vereiste hoge niveau van vakkennis en vaardigheden behouden, en de medewerkers hebben de primaire verantwoordelijkheid voor kennisverwerving en ontwikkeling. Naast verschillende interne trainingsmogelijkheden kunnen medewerkers en leidinggevenden van externe trainingsmogelijkheden gebruik maken om specifieke, individuele trainingsbehoeften van “technischer” aard te vervullen. Zij kunnen tevens profiteren van trainingsmogelijkheden die als gemeenschappelijke ESCB-programma’s worden georganiseerd, of worden aangeboden door de nationale centrale banken.

Verder heeft de ECB in het kader van de zogenoemde *Secondary Training Policy* 19 medewerkers ondersteund bij het voltooien van een opleiding waarmee zij over een grotere deskundigheid kwamen te beschikken dan die welke voor hun huidige functie wordt vereist.

DE HUMAN RESOURCES CONFERENTIE EN DE FOLLOW-UP BETREFFENDE DE MISSIE VAN HET EUROSISTEEM

De Raad van Bestuur heeft met het oog op het verder bevorderen van de samenwerking en teamgeest tussen de centrale banken van het Eurosysteem/ESCB op het gebied van humanresourcesmanagement, een Human Resources Conferentie (HRC) opgericht en daarmee de reeds lang bestaande samenwerking tussen de hoofden van de personeelsafdelingen van de centrale banken van de EU geformaliseerd. Onverminderd de exclusieve bevoegdheid van de nationale centrale banken en de ECB op het gebied van human resources, heeft de Raad van Bestuur de HRC een mandaat gegeven voor het uitwisselen van ervaringen, deskundigheid en informatie over relevante humanresourcesstrategieën en -praktijken. De HRC zal onder meer

een bijdrage leveren aan het signaleren van mogelijkheden voor gemeenschappelijke trainingsactiviteiten en het ontwikkelen van beleid dat uitwisseling van medewerkers bevordert. Zij zal tevens activiteiten coördineren die op humanresourcesgebied van gemeenschappelijk belang zijn.

Op 1 september 2005 heeft de Raad van Bestuur tot een aantal concrete maatregelen besloten ter bevordering van de in januari 2005 gepubliceerde missie van het Eurosysteem. De HRC en het Comité voor externe communicatie van het Eurosysteem/ESCB zijn vervolgens gemandateerd de goedgekeurde maatregelen te implementeren. Het concreet inhoud geven aan de missie in hun dagelijkse werkzaamheden zal voor medewerkers van het Eurosysteem een voortdurend proces zijn.

DIVERSITEITSMANAGEMENT

Diversiteitsmanagement tracht gebruik te maken van de verschillen tussen medewerkers teneinde een productieve en respectvolle werkomgeving te creëren waarin talenten ten volle worden benut en organisatorische doelstellingen worden verwezenlijkt. Voor de ECB als instelling die medewerkers uit de 25 lidstaten van de EU alsmede uit de twee toetredende landen in dienst heeft, is diversiteitsmanagement van belang. De ECB heeft diversiteitsmanagement derhalve geïntegreerd in haar dagelijkse activiteiten, zodat de individuele bekwaamheden van medewerkers worden erkend en volledig worden benut teneinde de ECB in staat te stellen aan het hoge prestatieniveau te voldoen dat nodig is om haar taken te vervullen. In 2005 werd verder gewerkt aan diversiteitsonderwerpen als een algemeen diversiteitsbeleid, een beleidskader betreffende waardigheid op de werkplek, en een voorstel voor de follow-up van diversiteitskwesities.

2.2 ONDERZOEK NAAR DE EFFECTIVITEIT EN DOELMATIGHEID VAN DE ECB

Als publieke instelling hecht de ECB zeer aan het leveren van de beste dienstverlening tegen de laagst mogelijke kosten. Als aanvulling op de

bestaande interne en externe controlemechanismen die de naleving van deze commitment door de ECB voortdurend controleren, besloot de ECB haar effectiviteit en doelmatigheid te evalueren door een *zero-based budgeting assessment* (ZBB) uit te voeren, waarbij medewerkers en leidinggevenden actief waren betrokken. De ZZB vormde een eerste onderzoek naar de effectiviteit en doelmatigheid van de activiteiten van alle functionele geledingen van de ECB, verricht door middel van een inventarisatie van de activiteiten en output van alle ECB-medewerkers en -leidinggevenden.

Op basis van de ZBB-resultaten heeft de Directie besloten dat een aanzienlijk aantal functies zouden moeten komen te vervallen, maar zonder dat daar medewerkers voor zouden moeten worden ontslagen. Gedurende enkele maanden in 2005 gold een tijdelijke vacaturestop, en werd onderzocht of enkele medewerkers mogelijk andere functies binnen de instelling zou kunnen worden toegewezen. De Directie heeft een aantal andere maatregelen goedgekeurd die een breed scala aan organisatorische zaken binnen en tussen de verschillende functionele geledingen van de ECB betroffen. Enkele van deze maatregelen waren: het opzetten van een *Central Procurement Office* (Centraal Bureau voor Aanschaffingen) binnen het Directoraat-Generaal Algemeen Beheer; het samenvoegen van de Directoraten Planning en Controlling en Human Resources tot een nieuw Directoraat-Generaal Human Resources, Budget en Organisatie; het verduidelijken van de toedeling van verantwoordelijkheden tussen het Directoraat-Generaal Informatiesystemen en andere functionele geledingen van de ECB betreffende het toepassen van IT; het concentreren van statistische werkzaamheden in het Directoraat-Generaal Statistiek; en het verbeteren van de operationeel-risicobeheersfunctie.

2.3 HET NIEUWE KANTOORGEBOUW VAN DE ECB

De Raad van Bestuur is op 13 januari 2005 tot een definitief besluit gekomen over het ontwerp van het toekomstige kantoorgebouw van de



ECB. Na een zorgvuldige overweging en diepgaande discussies, gebaseerd op de selectiecriteria voor de ontwerpwedstrijd, koos de Raad van Bestuur voor het herziene ontwerp van COOP HIMMELB(L)AU, de architecten die de internationale ontwerpwedstrijd waarin het bouwkundig ontwerp en de stadsontwikkeling centraal stonden, hadden gewonnen. Tegelijkertijd startte de Raad van Bestuur een optimaliseringsfase om de functionele, ruimtelijke en technische vereisten te herzien met als doel de kosten zo laag mogelijk te houden en het optimale gebruik van middelen te garanderen.

De Raad van Bestuur heeft op 15 december 2005 COOP HIMMELB(L)AU's geoptimaliseerde conceptontwerp voor het nieuwe kantoorgebouw van de ECB goedgekeurd. Het nieuwe conceptontwerp voldeed volledig aan de ECB-vereisten. De ramingen voor de bouwkosten bleven ruim binnen het voorziene kostenkader van €500 miljoen. De bouwkosten voor het nieuwe kantoorgebouw omvatten de bouw, technische infrastructuur en landschapverzorging, alsmede bepaalde noodzakelijke kenmerken en gebruikersspecifieke vereisten die het goed functioneren van de ECB als moderne centrale bank

zullen waarborgen. Het totale investeringskostenplaatje omvat niet alleen de bouwkosten, maar tevens alle overige kostenelementen die nodig zijn ter afronding van het project. Deze overige kostenelementen omvatten in het bijzonder de aankoopkosten van het Grossmarkthalle-terrein, de daaropvolgende voorbereiding en ontwikkeling van het terrein, alle planningskosten en overige uitgavenposten, zoals bouwvergunningen, meubilering en IT. Deze kosten zullen naar schatting in totaal €350 miljoen bedragen, waarvan ongeveer €80 miljoen reeds is geïnvesteerd in de aankoop, voorbereiding en ontwikkeling van het terrein en in de ontwerpwedstrijd. De totale investeringskosten, waaronder de bouwkosten en alle overige kosten, wordt derhalve geraamd op €850 miljoen. Aan de kostenramingen ligt een methodologie ten grondslag die voor dit soort projecten wordt gebruikt, en de ramingen zijn gebaseerd op een constant prijsniveau van 2005.

De optimaliseringsfase heeft tot verschillende aanpassingen in het ontwerp geleid. Ten eerste is een nieuw bouwelement toegevoegd dat de Grossmarkthalle zal kruisen, en deze met de torens verbindt en het nieuwe kantoorgebouw

van de ECB vanaf de noordkant een opvallende entree verschaft. Ten tweede werd het gebruik van de Grossmarkthalle geïntensiveerd, terwijl het zicht op de Grossmarkthalle vanuit het zuiden werd verbeterd. Binnen het geoptimaliseerde ontwerpvoorstel bleven de architectonische aspecten van de torens en hun pure kantoorfunctie ongewijzigd.

Op 15 december 2005 besloot de Raad van Bestuur tevens een planningfase te starten, die in maart 2006 zal beginnen. Voorzien wordt dat tegen het einde van 2007 met de bouw zal worden begonnen, met eind 2011 als verwachte voltooiingsdatum.

Op 16 februari 2006 heeft de Raad van Bestuur zijn goedkeuring gehecht aan het conceptkader voor management, organisatie, financieel beheer en accountantscontrole van de planningfase van het project betreffende het nieuwe hoofdkantoor van de ECB, met inbegrip van aanschaffingen en operationeel risicobeheer.

Tevens komt er een gedenkteken en een voorlichtingsruimte ter nagedachtenis van de deportatie van Joodse burgers vanuit de Grossmarkthalle. Er werd een *task force* opgericht, bestaande uit vertegenwoordigers van de Stad Frankfurt, de Joodse gemeenschap in Frankfurt en de ECB, met als taak het organiseren van een internationale ontwerpwedstrijd voor het gedenkteken en de voorlichtingsruimte. De ontwerpwedstrijd zal naar verwachting in de eerste helft van 2006 van start gaan.

3 SOCIALE DIALOOG BINNEN HET ESCB

De Sociale Dialoog ESCB is een overlegorgaan waarin de ECB en vertegenwoordigers van het personeel van alle centrale banken van het ESCB en Europese vakverenigingen samenkomen. Doel van dit Sociaal overleg is werknemers te informeren en van gedachten te wisselen over onderwerpen die van aanzienlijke invloed zijn op de werkgelegenheidssituatie bij de centrale banken van het ESCB.

In 2005 werden drie bijeenkomsten van de Sociale Dialoog ESCB gehouden. Naast onderwerpen verband houdend met de bankbiljettenproductie en -omloop, betalingssystemen (TARGET2) en financieel toezicht, zaken die regelmatig door de Sociale Dialoog worden besproken, gingen de besprekingen over de missie, de strategische oogmerken en organisatorische beginselen van het Eurosysteem en de implicaties daarvan voor het dagelijkse werk van de medewerkers van het Eurosysteem.

De Raad van Bestuur heeft de wens van de personeelsvertegenwoordigers gehonoreerd om te worden betrokken bij besprekingen over de verdere gevolgen van de missie van het Eurosysteem voor werknemers, en heeft hen geraadpleegd alvorens tot een aantal eerste implementatiemaatregelen dienaangaande te besluiten. Ten eerste werd in mei 2005 aan de nationale centrale banken van het eurogebied voorgesteld een decentrale raadpleging onder werknemersvertegenwoordigers uit te voeren. Ten tweede werd, in vervolg op dit initiatief, een raadpleging onder werknemersvertegenwoordigers uitgevoerd in de context van de bijeenkomst van de Sociale Dialoog in juli 2005. Bij deze bijeenkomst legden de Europese vakverenigingen een gezamenlijke verklaring af waarin zij hun visie op de missie, de strategische oogmerken en de organisatorische beginselen van het Eurosysteem gaven.

De ECB ging tussen de bijeenkomsten door met het uitbrengen van een nieuwsbrief om werknemersvertegenwoordigers te informeren omtrent de laatste ontwikkelingen met betrekking tot de bovengenoemde onderwerpen.

Verder werden tijdens de bijeenkomsten in 2005 manieren besproken waarop de Sociale Dialoog ESCB verder zou kunnen worden verbeterd en de betrokkenheid van personeelsvertegenwoordigers en vakverenigingen van de nationale centrale banken van de tien nieuwe lidstaten zou kunnen worden vergroot.

4 JAARREKENING VAN DE ECB

MANAGEMENTVERSLAG VOOR HET JAAR 2005

1 BELANGRIJKSTE WERKZAAMHEDEN

De werkzaamheden van de ECB in 2005 worden gedetailleerd beschreven in de desbetreffende hoofdstukken van het Jaarverslag.

2 FINANCIËLE REKENINGEN

Krachtens Artikel 26.2 van de Statuten van het ESCB, wordt de Jaarrekening opgesteld door de Directie in overeenstemming met de door de Raad van Bestuur vastgelegde grondslagen. De Jaarrekening wordt daarna door de Raad van Bestuur vastgesteld en vervolgens gepubliceerd.

3 VOORZIENING VOOR WISSELKOERS-, RENTE- EN GOUDPRIJSRISICO'S

Aangezien de meeste van de activa en passiva van de ECB periodiek worden geherwaardeerd tegen de dan geldende marktwisselkoersen en effectenprijzen, is de winstgevendheid van de ECB sterk afhankelijk van wisselkoersbewegingen en, in mindere mate, van renterisico's. Deze risico's vloeien voornamelijk voort uit de in Amerikaanse dollar, Japanse yen en goud aangehouden deviezenreserves van het Eurosysteem, die voor het grootste deel zijn belegd in rentedragende instrumenten.

Gezien de grote risico's waaraan de ECB in dezen blootstaat en de huidige omvang van haar herwaarderingsrekeningen, heeft de Raad van Bestuur besloten een voorziening op te zetten tegen wisselkoers-, rente- en goudprijsrisico's. Per 31 december 2005 is een bedrag van €992 miljoen onder deze provisie opgenomen, hetgeen ertoe leidde dat de netto winst voor het jaar tot precies nul werd gereduceerd.

Deze voorziening zal worden gebruikt ter dekking van gerealiseerde en ongerealiseerde verliezen, met name waarderingsverliezen die niet worden gedekt door de herwaarderingsrekeningen. De omvang van deze voorziening zal jaarlijks worden herbezien.

4 HET FINANCIËLE RESULTAAT

Zou de voorziening tegen wisselkoers-, rente- en goudprijsrisico's niet zijn opgezet, dan zou de netto winst van de ECB voor 2005 €992 miljoen hebben bedragen. In 2004 rapporteerde de ECB een netto verlies van €1.636 miljoen.

Het verlies in 2004 was voornamelijk het gevolg van de appreciatie van de euro. Dit leidde tot afwaarderingen van de eurowaarde van de door de ECB aangehouden in Amerikaanse dollar luidende activa, die in de winst- en verliesrekening als last zijn opgenomen. De gemiddelde kosten van de in Amerikaanse dollar luidende activa en passiva in de boeken van de ECB is eveneens aan de eindejaarswisselkoers aangepast.

In 2005 leidde de depreciatie van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar en goud tot een aanzienlijke stijging van de desbetreffende herwaarderingsrekeningen, maar zonder een daarmee samenvallend effect op de winst- en verliesrekening. De geharmoniseerde grondslagen voor de opstelling van de Jaarrekening die gelden voor de ECB en het Eurosysteem en die worden beschreven in de toelichting op de Jaarrekening, zijn voornamelijk gebaseerd op het voorzichtigheidsbeginsel. Met name zijn zij erop gericht ervoor zorg te dragen dat ongerealiseerde winsten uit de herwaardering van activa en passiva niet als inkomsten worden beschouwd en derhalve niet als winst uitkeerbaar zijn. Omgekeerd is het zo dat ongerealiseerde verliezen die voortkomen uit herwaarderingsrekeningen aan het eind van het jaar in de winst- en verliesrekening als last worden opgenomen.

In 2005 stegen de rentebaten voornamelijk ten gevolge van een stijging van de rente in Amerikaanse dollar, na historisch lage niveaus van binnenlandse en buitenlandse rentes in 2004. De netto rentebaten omvatten €868 miljoen aan inkomsten op het ECB-deel van de eurobankbiljetten in omloop.

De totale beheerkosten van de ECB, met inbegrip van depreciatie, daalden met 7% van €374 miljoen in 2004 tot €348 miljoen in 2005.

De personeelskosten daalden voornamelijk ten gevolge van een wijziging in de financieel-administratieve behandeling die is toegepast op de toerekening van netto actuariële winsten/verliezen met betrekking tot het pensioenstelsel van de ECB en andere uitkeringen na beëindiging van het dienstverband. De kosten uit hoofde van het pensioenstelsel in 2004 waren aanzienlijk hoger ten gevolge van de toerekening van €23,7 miljoen aan netto actuariële verliezen in hun geheel aan het jaar waarin zij zich voordeden. Vanaf 2005 zullen netto actuariële winsten en verliezen die een voorgeschreven limiet te boven gaan worden afgeschreven over de verwachte gemiddelde resterende werklevens van de deelnemende personeelsleden.

Deze daling van de personeelskosten werd echter gedeeltelijk tenietgedaan door het effect van een stijging van het aantal personeelsleden op de totale salarissom.

Overige beheerkosten daalden eveneens, voornamelijk dankzij een vermindering van consultancy- en professionele honoraria.

In 2005 bedroegen de toelagen van de Directie in totaal €2,1 miljoen (2004: €2,1 miljoen).

5 BELEGGINGSACTIVITEITEN EN RISICOBEEHER

De externe reserves van de ECB bestaan uit de externe reserves die door de nationale centrale banken van het Eurosysteem zijn overgedragen aan de ECB overeenkomstig de bepalingen van Artikel 30 van de Statuten van het ESCB, en uit de daarop genoten inkomsten. Het doel ervan is financiering van de transacties van de ECB op de valutamarkt voor de in het Verdrag uiteengezette doelstellingen.

De eigen-middelenportefeuille van de ECB weerspiegelt de belegging van haar volgestorte kapitaal, het algemeen reservefonds en de in het verleden op de portefeuille opgebouwde inkomsten. Het doel ervan is de ECB te voorzien van een reserve ter dekking van eventuele verliezen.

De beleggingsactiviteiten van de ECB en haar beheer van de daaraan verbonden risico's worden gedetailleerder beschreven in Hoofdstuk 2.

6 GOVERNANCE VAN DE ECB

Informatie betreffende de governance van de ECB wordt verschaft in Hoofdstuk 7.

7 PERSONEELSLEDEN

Het gemiddelde aantal bij de ECB werkzame personeelsleden steeg van 1.261 in 2004 tot 1.331 in 2005. Voor nadere details hierover, zie de "Toelichting op de winst- en verliesrekening" en Hoofdstuk 7, Paragraaf 2, waar eveneens de humanresourcesstrategie van de ECB wordt beschreven.

BALANS PER 31 DECEMBER 2005

ACTIVA	ZIE TOELICHTING ONDER	2005 €	2004 €
Goud en goudvorderingen	1	10.064.527.857	7.928.308.842
Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta	2		
Vorderingen op het IMF		170.162.349	163.794.845
Tegoeden bij banken en beleggingen in waardepapieren, externe leningen en overige externe activa		31.062.557.242	26.938.993.980
		31.232.719.591	27.102.788.825
Vorderingen op ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta	2	2.908.815.389	2.552.016.565
Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro	3		
Tegoeden bij banken, beleggingen in waardepapieren en leningen		13.416.711	87.660.507
Overige vorderingen op kredietinstellingen in het eurogebied, luidende in euro	4	25.000	25.000
Vorderingen binnen het Eurosysteem	5		
Vorderingen uit hoofde van de toedelingen van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem		45.216.783.810	40.100.852.165
Overige vorderingen binnen het Eurosysteem (netto)		5.147.038.409	3.410.918.324
		50.363.822.219	43.511.770.489
Overige activa	6		
Materiële vaste activa		175.237.902	187.318.304
Overige financiële activa		6.888.490.580	6.308.075.905
Overlopende activa en vooruitbetaalde kosten		1.091.945.157	770.894.480
Diversen		4.397.807	6.933.022
		8.160.071.446	7.273.221.711
Verlies over het boekjaar		0	1.636.028.702
Totaal activa		102.743.398.213	90.091.820.641

PASSIVA	ZIE TOELICHTING ONDER	2005 €	2004 €
Bankbiljetten in omloop	7	45.216.783.810	40.100.852.165
Verplichtingen aan overige ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro	8	1.050.000.000	1.050.000.000
Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro	9	649.304.896	137.462.706
Verplichtingen aan ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta	10	0	4.967.080
Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta	10		
Deposito's, tegoeden en overige verplichtingen		855.933.000	1.254.905.957
Verplichtingen binnen het Eurosysteem	11		
Verplichtingen uit hoofde van de overdracht van externe reserves		39.782.265.622	39.782.265.622
Overige passiva	12		
Overlopende passiva en vooraf geïnde inkomsten		1.331.685.870	1.136.708.542
Diversen		632.012.224	265.799.279
		1.963.698.094	1.402.507.821
Voorzieningen	13	1.027.507.143	52.396.126
Herwaarderingsrekeningen	14	8.108.628.098	1.921.117.190
Kapitaal en reserves	15		
Kapitaal		4.089.277.550	4.089.277.550
Reserves		0	296.068.424
		4.089.277.550	4.385.345.974
Totaal passiva		102.743.398.213	90.091.820.641

WINST- EN VERLIESREKENING OVER HET JAAR 2005

	ZIE TOELICHTING ONDER	2005 €	2004 €
Rentebaten uit externe reserves		889.408.789	422.418.698
Rentebaten uit de toedeling van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem		868.451.848	733.134.472
Overige rentebaten		1.794.267.421	1.456.650.188
<i>Rentebaten</i>		<i>3.552.128.058</i>	<i>2.612.203.358</i>
Remuneratie van vorderingen van nationale centrale banken in verband met de overgedragen externe reserves		(710.160.404)	(693.060.433)
Overige rentelasten		(1.572.338.709)	(1.229.369.015)
<i>Rentelasten</i>		<i>(2.282.499.113)</i>	<i>(1.922.429.448)</i>
Netto rentebaten	18	1.269.628.945	689.773.910
Gerealiseerde winsten/verliezen uit financiële transacties	19	149.369.135	136.045.810
Afwaarderingen van financiële activa en posities	20	(97.494.081)	(2.093.285.109)
Overdracht naar/uit voorzieningen voor wisselkoers- en prijrisico's		(992.043.443)	0
Netto baten uit financiële transacties, afwaarderingen en voorzieningen voor risico's		(940.168.389)	(1.957.239.299)
Netto lasten uit provisies en commissies	21	(182.373)	(261.517)
Overige baten	22	18.281.961	5.956.577
Totaal netto baten		347.560.144	(1.261.770.329)
Personeelskosten	23	(153.048.314)	(161.192.939)
Beheerkosten	24	(158.457.219)	(176.287.651)
Afschrijving van materiële vaste activa		(31.888.637)	(33.655.824)
Productiekosten bankbiljetten	25	(4.165.974)	(3.121.959)
Winst/(verlies) over het boekjaar		0	(1.636.028.702)

Frankfurt am Main, 7 maart 2006

EUROPESE CENTRALE BANK

Jean-Claude Trichet
President

GRONDSLAGEN VOOR DE OPSTELLING VAN DE JAARREKENING¹

VORM EN PRESENTATIE VAN DE JAARREKENING

De jaarrekening van de Europese Centrale Bank (ECB) is zodanig opgesteld dat een getrouw beeld wordt gegeven van de grootte en samenstelling van het vermogen van de ECB en van de resultaten van haar bedrijf. De jaarrekening is opgesteld conform de onderstaand uiteengezette grondslagen voor waardering en resultaatbepaling, die door de Raad van Bestuur passend worden geacht voor een centrale bank.²

GRONDSLAGEN VOOR WAARDERING EN RESULTAATBEPALING

De toegepaste grondslagen voor waardering en resultaatbepaling zijn: de beginselen van economische realiteit en transparantie, het voorzichtigheidsbeginsel, de verwerking van gebeurtenissen na de balansdatum, het materialiteitsbeginsel, de periodoerekeningsgrondslag, het continuïteitsbeginsel en de beginselen van consistentie en vergelijkbaarheid.

WAARDERINGSGRONDSLAGEN

De activa en passiva worden opgenomen tegen historische kostprijs, waarbij de waardering van verhandelbare waardepapieren, goud en alle andere in de balans opgenomen activa en passiva luidende in vreemde valuta plaatsvindt tegen marktwaarde. Transacties in financiële activa en passiva worden in de jaarrekening verantwoord op basis van het moment waarop zij worden afgewikkeld.

GOUD EN IN VREEMDE VALUTA LUIDENDE ACTIVA EN PASSIVA

In vreemde valuta luidende activa en passiva worden in euro omgerekend tegen de op de balansdatum geldende marktcoers. Baten en lasten worden omgerekend tegen de op de datum van de transactie geldende marktcoers. De herwaardering van in vreemde valuta luidende activa en passiva, met inbegrip van zowel in de balans opgenomen als niet in de balans opgenomen instrumenten, vindt plaats per valutasoort.

Prijsherwaardering van in vreemde valuta luidende activa en passiva geschiedt onafhankelijk van de valutakoersherwaardering.

Goud wordt gewaardeerd tegen de per de jaartalultimo geldende marktprijs. Er wordt voor goud geen onderscheid gemaakt tussen prijs- en valutaherwaarderingsverschillen. In plaats daarvan wordt voor goud één waardering bepaald op basis van de prijs in euro per *fine ounce*, die voor het jaar 2005 is afgeleid van de koers van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar per 30 december 2005.

WAARDEPAPIEREN

Alle verhandelbare waardepapieren en vergelijkbare activa worden gewaardeerd tegen de gemiddelde marktprijs per de balansdatum per waardepapier. Voor het jaar 2005 zijn daartoe de gemiddelde marktprijzen per 30 december 2005 gebruikt. Niet-verhandelbare waardepapieren worden gewaardeerd tegen kostprijs.

RESULTAATBEPALING

Baten en lasten worden toegerekend aan de periode waarop zij betrekking hebben. Gerealiseerde winsten en verliezen uit de verkoop van deviezen, goud en waardepapieren worden in de Winst- en verliesrekening opgenomen. Dergelijke gerealiseerde winsten en verliezen worden berekend aan de hand van de gemiddelde prijs van het desbetreffende activum.

Ongerealiseerde winsten worden niet als baten verantwoord, maar worden rechtstreeks in een herwaarderingsrekening opgenomen.

Ongerealiseerde verliezen worden ten laste van het resultaat gebracht voorzover zij eerdere ongerealiseerde herwaarderingswinsten, zoals opgenomen in de desbetreffende herwaarderingsrekening, te boven gaan. Ongerealiseerde verliezen op waardepapieren, valuta's of aangehouden goud worden niet gesaldeerd met ongerealiseerde winsten uit andere waardepapieren, valuta's of goud. Bij een ongerealiseerd verlies

1 De gedetailleerde grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening van de ECB zijn vastgelegd in een Besluit van de Raad van Bestuur van 5 december 2002 (ECB/2002/11), Pb L 58, 3 maart 2003, blz. 38-59, zoals gewijzigd.

2 Deze grondslagen volgen de bepalingen van Artikel 26.4 van de Statuten van het ESCB, die geharmoniseerde regels voor de financiële administratie en verslaggeving van de werkzaamheden van het Eurosysteem vereisen.

op een post per de jaarultimo wordt de gemiddelde aanschaffingsprijs van de desbetreffende post vermindert tot de valutakoers en/of de marktprijs per de jaarultimo.

Agio's of disagio's bij aangekochte waardepapieren worden weergegeven als een deel van de rentebaten en worden afgeschreven over de resterende looptijd van de activa.

TRANSACTIES MET WEDERINKOOPVERPLICHTING

Transacties met wederinkoop zijn transacties waarbij de ECB krachtens een repo-overeenkomst activa aankoopt of verkoopt of krediettransacties verricht tegen onderpand.

Bij een repo-overeenkomst worden waardepapieren verkocht tegen contanten met een gelijktijdige overeenkomst deze op een vastgestelde toekomstige datum tegen een overeengekomen prijs van de tegenpartij terug te kopen. Repo-overeenkomsten worden aan de passiefzijde van de balans opgenomen als inkomende deposito's tegen onderpand en leiden tevens tot een rentelast in de winst- en verliesrekening. Waardepapieren die krachtens een dergelijke overeenkomst worden verkocht blijven op de balans van de ECB.

Bij een repo-overeenkomst met wederinkoopverplichting worden waardepapieren gekocht tegen contanten met een gelijktijdige overeenkomst deze op een vastgestelde toekomstige datum tegen een overeengekomen prijs aan de tegenpartij terug te verkopen. Repo-overeenkomsten met wederinkoopverplichting worden aan de actiefzijde van de balans opgenomen als leningen tegen onderpand maar worden niet tot de door de ECB aangehouden waardepapieren gerekend. Zij leiden tot rentebaten in de winst- en verliesrekening.

Transacties met wederinkoopverplichting (waaronder effectenleningstransacties), die worden uitgevoerd krachtens een geautomatiseerd programma voor effectenleningstransacties worden alleen op de balans geboekt indien gedurende de volledige looptijd van de transactie liquide onderpand is verschaft aan de ECB.

In 2005 heeft de ECB geen liquide onderpand over de looptijd van dergelijke transacties ontvangen.

NIET IN DE BALANS OPGENOMEN INSTRUMENTEN

Deviezeninstrumenten, te weten deviezeninstrumenttransacties, 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. Uitstaande rentefuturesposities worden op rekeningen buiten de balans geboekt. Dagelijkse wijzigingen in de variatiemarge worden in de winst- en verliesrekening opgenomen.

GEBEURTENISSEN NA DE BALANSDATUM

Activa en passiva worden aangepast rekening houdend met gebeurtenissen die zich voordoen tussen de balansdatum en de datum waarop de Raad van Bestuur van de ECB de jaarrekening vaststelt, indien dergelijke gebeurtenissen van materiële invloed zijn op de waarde van de activa en passiva per de balansdatum.

POSITIES BINNEN HET ESCB EN BINNEN HET EUROSISTEEM

Transacties binnen het ESCB zijn grensoverschrijdende transacties tussen twee centrale banken van de EU. Deze transacties worden hoofdzakelijk verwerkt via TARGET – het “Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer”-systeem (zie Hoofdstuk 2) – en leiden tot bilaterale saldi op rekeningen tussen die centrale banken in de EU die zijn aangesloten op TARGET. Deze bilaterale saldi worden dagelijks aan de ECB toegewezen, waardoor elke nationale centrale bank één netto bilaterale positie ten opzichte van de ECB overhoudt. Deze positie in de boeken van de ECB vertegenwoordigt de netto vordering of verplichting van elke nationale centrale bank ten opzichte van de rest van het ESCB.

Saldi binnen het ESCB die door de nationale centrale banken van het eurogebied ten opzichte

van de ECB worden aangehouden (behoudens het kapitaal van de ECB en posities uit hoofde van de overdracht van externe reserves aan de ECB) worden beschouwd als vorderingen of verplichtingen binnen het Eurosysteem en worden in de balans van de ECB opgenomen als één enkele actief- of passiefpost.

Saldi binnen het Eurosysteem uit hoofde van de toedelingen van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem worden als één enkele actiefpost opgenomen onder “Vorderingen uit hoofde van de toedelingen van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem” (zie onder “Bankbiljetten in omloop” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”).

Voor zover de nationale centrale banken die niet deel uitmaken van het eurogebied (Danmarks Nationalbank, Sveriges Riksbank en de Bank of England) saldi binnen het ESCB aanhouden ten opzichte van de ECB, worden deze verantwoord onder “Verplichtingen aan niet-ingezette-ten van het eurogebied, luidende in euro”.

VASTE ACTIVA

Vaste activa, met uitzondering van grond, worden gewaardeerd tegen kostprijs onder aftrek van afschrijvingen. Grond wordt gewaardeerd tegen kostprijs. Afschrijving vindt plaats volgens de lineaire methode, vanaf het kwartaal volgend op de aanschaffing en gedurende de verwachte economische levensduur van het desbetreffende activum, te weten:

Computers en aanverwante hard- en software, en motorvoertuigen	4 jaar
Inventaris, meubilair en installaties	10 jaar
Gekapitaliseerde bouw- en herinrichtingskosten	25 jaar
Vaste activa met een kostprijs van minder dan €10.000	Worden afgeboekt in het jaar van aanschaf

De afschrijvingsperiode voor gekapitaliseerde bouw- en herinrichtingskosten met betrekking tot de bestaande kantoorgebouwen van de ECB is verkort, teneinde ervoor te zorgen dat deze activa geheel afgeschreven zijn voordat de ECB naar haar nieuwe locatie verhuist.

PENSIOENREGELING VAN DE ECB EN ANDERE UITKERINGEN NA BEËINDIGING VAN HET DIENSTVERBAND

De ECB beheert een toegezegd-pensioenstelsel (*defined benefit scheme*) voor haar personeel. Dit stelsel wordt gefinancierd middels activa die in een lange-termijnfonds voor personeelsvoorzieningen worden aangehouden. De ECB heeft haar grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening met ingang van 1 januari 2005 aangepast. De effecten hiervan op de jaarrekening worden hieronder belicht.

Balans

De verplichting die nu in de balans wordt opgenomen met betrekking tot het toegezegd-pensioenstelsel is de contante waarde van de toegezegd-pensioenverplichting op de balansdatum *minus* de reële waarde van de fondsbeleggingen die worden gebruikt om de verplichtingen te financieren, aangepast voor niet-opgenomen actuariële winsten of verliezen.

De toegezegd-pensioenverplichting wordt jaarlijks door onafhankelijke actuarissen berekend volgens de geprojecteerd-pensioenwaardering-methode (*projected unit credit method*). De contante waarde van de toegezegd-pensioenverplichting wordt bepaald door de geschatte toekomstige kasstromen te verdisconteren, daarbij gebruik makend van de rentetarieven van in euro luidende bedrijfsobligaties van hoge kwaliteit die soortgelijke looptijden hebben als de termijn van de daarmee verband houdende pensioenverplichting.

Actuariële winsten of verliezen kunnen voortvloeien uit ervaringsaanpassingen (waarbij de werkelijke uitkomsten verschillen van de eerder gehanteerde actuariële aannames) en veranderingen in de actuariële aannames.

Tot 2005 rapporteerde de ECB deze toegezegd-pensioenverplichting en de reële waarde van de fondsbeleggingen afzonderlijk (bruto presentatie). Bovendien werden in de winst- en verliesrekening alle actuariële winsten en verliezen toegerekend aan het jaar waarin zij zich voordeden. Dientengevolge zijn de vergelijkbare cij-

fers voor 2004 geherclassificeerd om ze in overeenstemming te brengen met de herziene grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening. Aangezien eerder alle actuariële winsten en verliezen in hun geheel werden toegerekend aan het jaar waarin zij zich voordeden, was er in dit opzicht geen aanpassing voor eerdere jaren aan de winst- en verliesrekening nodig.

Winst- en verliesrekening

Het netto bedrag dat nu als last in de winst- en verliesrekening wordt opgenomen bestaat uit:

- (a) de toegerekende pensioenkosten van de gedurende het jaar opgebouwde verplichtingen;
- (b) de rente tegen de disconteringsvoet op de toegezegd-pensioenverplichting;
- (c) het verwachte rendement op de fondsbeleggingen; en
- (d) de actuariële winsten en verliezen die in de winst- en verliesrekening worden opgenomen, met gebruikmaking van een “10%-bandbreedte”.

De “10%-bandbreedte”-benadering

De netto cumulatieve niet-opgenomen actuariële winsten en verliezen die uitstijgen boven de grootste van (a) 10% van de contante waarde van de toegezegd-pensioenverplichting en (b) 10% van de reële waarde van de fondsbeleggingen, zullen worden afgeschreven over de verwachte gemiddelde resterende werklevens van de deelnemende personeelsleden.

Pensioenen van leden van de Directie en overige verplichtingen na pensionering

Voor de pensioenen van leden van de Directie en voor arbeidsongeschiktheidsvoorzieningen voor het personeel bestaan niet-gefinancierde regelingen. De verwachte kosten van deze verplichtingen worden opgebouwd gedurende de verschillende ambtstermijnen/dienstverbanden van de leden van de Directie en de personeelsleden, waarbij gebruik gemaakt wordt van een accounting-benadering die overeenkomt met die

van toegezegd-pensioenstelsels. Actuariële winsten en verliezen worden op dezelfde wijze als hierboven beschreven toegerekend.

De waarde van deze verplichtingen wordt jaarlijks door onafhankelijke actuariissen vastgesteld zodat de toepasselijke verplichting in de jaarrekening kan worden opgenomen.

BANKBILJETTEN IN OMLOOP

De ECB en de twaalf nationale centrale banken van het eurogebied, die samen het Eurosysteem vormen, geven bankbiljetten uit.³ De totale waarde van de eurobankbiljetten in omloop wordt toegeedeeld aan de centrale banken van het Eurosysteem op de laatste werkdag van elke maand overeenkomstig de verdeelsleutel voor de toedeling van bankbiljetten.⁴

De ECB heeft toegeedeeld gekregen een deel ter grootte van 8% van de totale waarde van de eurobankbiljetten in omloop, hetgeen wordt verantwoord onder de passiefpost op de balans “Bankbiljetten in omloop”. Het ECB-deel van de totale waarde van de uitgegeven eurobankbiljetten staat tegenover de vorderingen op de nationale centrale banken. Deze vorderingen, die rentedragend 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 en binnen het Eurosysteem” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”). Rentebaten over deze vorderingen worden opgenomen onder de post “Netto rentebaten”. De Raad van Bestuur heeft in 2002 besloten dat deze baten

³ Besluit van de ECB van 6 december 2001 betreffende de uitgifte van eurobankbiljetten (ECB/2001/15), Pb L 337, 20 december 2001, blz. 52-54, zoals gewijzigd.

⁴ De term “verdeelsleutel voor de toedeling van bankbiljetten” heeft betrekking op de percentages die het gevolg zijn van het meerekenen van het aandeel van de ECB in de totale waarde van de uitgegeven eurobankbiljetten en het toepassen van de verdeelsleutel voor het geplaatste kapitaal op het aandeel van de nationale centrale banken in die totale waarde.

⁵ Besluit van de ECB van 6 december 2001 inzake de toedeling van monetaire inkomsten van de nationale centrale banken van de deelnemende lidstaten met ingang van het boekjaar 2002 (ECB/2001/16), Pb L 337, 20 december 2001, blz. 55-61, zoals gewijzigd.

apart zouden worden verdeeld onder de nationale centrale banken in de vorm van een tussentijdse verdeling aan het einde van elk kwartaal.⁶ Zij worden in hun geheel verdeeld tenzij de netto winst van de ECB over het gehele jaar kleiner is dan haar inkomsten uit de eurobankbiljetten in omloop, en ook tenzij de Raad van Bestuur besluit overdrachten te maken naar een voorziening voor wisselkoers-, rente- en goudprijsrisico's, en afhankelijk van een beslissing van de Raad van Bestuur deze baten te verminderen met door de ECB gemaakte kosten in verband met de uitgifte en verwerking van eurobankbiljetten.

DIVERSEN

Rekening houdend met de rol van de ECB als centrale bank, is de Directie van de ECB van oordeel dat de publicatie van een staat van herkomst en besteding van middelen geen additionele relevante informatie zou verschaffen.

De EU-Raad heeft, met inachtneming van artikel 27 van de Statuten van het ESCB en op aanbeveling van de Raad van Bestuur, zijn goedkeuring gehecht aan de benoeming van KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft tot externe accountant van de ECB voor een periode van vijf jaar tot het einde van het financiële jaar 2007.

⁶ Besluit van de ECB van 21 november 2002 inzake de verdeling van de inkomsten van de Europese Centrale Bank uit in omloop zijnde eurobankbiljetten onder de nationale centrale banken van de deelnemende lidstaten (ECB/2002/9), Pb L 323, 28 november 2002, blz. 49-50. Dit Besluit is ingetrokken bij Besluit ECB/2005/11, Pb L 311, 26 november 2005, blz. 41, dat in werking trad op 18 november 2005. Vanaf 2006 zal deze verdeling uitsluitend aan het eind van het jaar plaatsvinden.

TOELICHTING OP DE BALANS

I GOUD EN GOUDVORDERINGEN

Per 31 december 2005 bedraagt de goudvoorraad van de ECB 23,1 miljoen *ounces fine gold* (2004: 24,7 miljoen *ounces*). De daling was het gevolg van goudverkoop in overeenstemming met het Goudakkoord tussen Centrale Banken van 27 september 2004, dat de ECB mede heeft ondertekend. De totale waarde van de voorraad steeg ten opzichte van eind 2004 ten gevolge van een aanzienlijke stijging van de goudprijs gedurende 2005 (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 2005 door de ECB aangehouden Bijzondere Trekkingsrechten (*Special Drawing Rights* of SDR's) en is het resultaat van een door de ECB met het Internationale Monetaire Fonds gesloten akkoord, waarbij het IMF wordt gemachtigd namens de ECB SDR's te kopen en te verkopen tegen euro, zulks met inachtneming van minimum- en maximumtegoeden. Onder SDR wordt begrepen een valutamandje waarvan de waarde wordt bepaald als de gewogen som van de koersen van de vier belangrijkste valuta's (euro, Japanse yen, Britse pond en Amerikaanse dollar). SDR's worden bij de opstelling van de jaarrekening behandeld als in vreemde valuta luidende activa en passiva (zie onder “Goud en in vreemde valuta luidende activa en passiva” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”).

Tegoeden bij banken en beleggingen in waardepapieren, externe leningen en overige externe activa

Vorderingen op ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde activa

Deze vorderingen bestaan uit tegoeden bij banken, leningen luidende in vreemde valuta en beleggingen in waardepapieren, luidende in

Amerikaanse dollar en Japanse yen, en wel als volgt:

<i>Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied</i>	2005 €	2004 €	Mutatie €
Rekeningen-courant	5.149.756.962	2.682.171.017	2.467.585.945
Geldmarkt-deposito's	1.182.580.317	848.227.002	334.353.315
Repo-overeenkomsten met wederinkoopverplichting	1.306.216.228	2.408.046.989	(1.101.830.761)
Beleggingen in waardepapieren	23.424.003.735	21.000.548.972	2.423.454.763
Totaal	31.062.557.242	26.938.993.980	4.123.563.262

<i>Vorderingen op ingezetenen van het eurogebied</i>	2005 €	2004 €	Mutatie €
Rekeningen-courant	25.019	26.506	(1.487)
Geldmarkt-deposito's	2.908.790.370	2.547.022.979	361.767.391
Repo-overeenkomsten met wederinkoopverplichting	0	4.967.080	(4.967.080)
Totaal	2.908.815.389	2.552.016.565	356.798.824

De stijging van deze posities in 2005 is voornamelijk het gevolg van de herwaardering van de in Amerikaanse dollar luidende activa van de ECB per de jaarultimo (zie onder “Goud en in vreemde valuta luidende activa en passiva” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”).

3 VORDERINGEN OP NIET-INGEZETENEN VAN HET EUROGEBIED, LUIDENDE IN EURO

Per 31 december 2005 bestond deze post uit bancaire deposito's bij niet-ingezetenen van het eurogebied.

4 OVERIGE VORDERINGEN OP KREDIET-INSTELLINGEN IN HET EUROGEBIED, LUIDENDE IN EURO

Per 31 december 2005 bestond deze vordering uit een bancaire deposito bij een ingezetene van het eurogebied.

5 VORDERINGEN BINNEN HET EUROSISTEEM

Vorderingen uit hoofde van de toedelingen van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem

Deze post bestaat uit de vorderingen van de ECB ten opzichte van de nationale centrale banken van het eurogebied uit hoofde van de toedelingen van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem (zie onder “Bankbiljetten in omloop” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”).

Overige vorderingen binnen het Eurosysteem (netto)

Deze post bestaat uit de TARGET-saldi van de nationale centrale banken van het eurogebied ten opzichte van de ECB en uit verschuldigde bedragen uit hoofde van de tussentijdse verdelingen van de inkomsten van de ECB uit bankbiljetten. Per 31 december 2005 was een bedrag van €634 miljoen (2004: €536 miljoen) verschuldigd door de nationale centrale banken van het eurogebied in verband met tussentijdse verdelingen van de inkomsten van de ECB uit bankbiljetten. Dit vertegenwoordigt de tussentijdse verdelingen van dergelijke inkomsten aan de nationale centrale banken van het eurogebied voor de eerste drie kwartalen van het jaar, die daarna werden teruggevorderd (zie onder “Bankbiljetten in omloop” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening” en onder 18, “Netto rentebaten”).

	2005 €	2004 €
Te vorderen van nationale centrale banken van het eurogebied ter zake van TARGET	75.906.443.905	64.024.554.579
Verschuldigd aan nationale centrale banken van het eurogebied ter zake van TARGET	(71.393.877.603)	(61.149.859.140)
Netto TARGET-positie	4.512.566.302	2.874.695.439
Te vorderen van/(Verschuldigd aan) nationale centrale banken van het eurogebied ter zake van de tussentijdse verdeling van de door de ECB uit bankbiljetten ontvangen inkomsten	634.472.107	536.222.885
Overige vorderingen binnen het Eurosysteem (netto)	5.147.038.409	3.410.918.324

6 OVERIGE ACTIVA

Materiële vaste activa

De materiële vaste activa omvatten per 31 december 2005 de volgende posten:

	Netto boekwaarde per 31 dec. 2005 €	Netto boekwaarde per 31 dec. 2004 €	Mutatie €
Land en gebouwen	128.986.932	135.997.016	(7.010.084)
Computerhardware en -software	30.751.165	43.089.388	(12.338.223)
Inventaris, meubilair, installaties en motorvoertuigen	2.929.688	3.809.292	(879.604)
Activa in aanbouw	11.576.491	3.215.050	8.361.441
Overige vaste activa	993.626	1.207.558	(213.932)
Totaal	175.237.902	187.318.304	(12.080.402)

De daling van deze post is voornamelijk het gevolg van de afwezigheid van belangrijke aankopen van land en gebouwen of computerhardware en -software in 2005, in tegenstelling tot 2004.

De stijging van de categorie “Activa in aanbouw” houdt voornamelijk verband met het nieuwe hoofdkantoor van de ECB. Overdrachten uit deze categorie naar de desbetreffende vaste-activa-onderverdelingen worden uitge-

voerd wanneer de activa eenmaal in gebruik zijn.

Overige financiële activa

Deze post bestaat voornamelijk uit:

	2005 €	2004 €	Mutatie €
Waardepapieren luidende in euro	5.710.256.343	5.399.222.333	311.034.010
Repo-overeenkomsten met wederinkoopverplichting in euro	1.136.043.600	869.977.933	266.065.667
Overige financiële activa	42.190.637	38.875.639	3.314.998
Totaal	6.888.490.580	6.308.075.905	580.414.675

- (a) Waardepapieren luidende in euro en repo-overeenkomsten met wederinkoopverplichting in euro vormen de belegging van de eigen middelen van de ECB (zie tevens onder 12, “Overige passiva”).
- (b) Eind 2004 waren de beleggingsportefeuilles die verband houden met het pensioenstelsel van de ECB, groot €120,2 miljoen, onder deze post opgenomen. Deze zijn nu geclassificeerd als onderdeel van de netto verplichting van het pensioenstelsel onder “Overige verplichtingen” (zie “Pensioenregeling van de ECB en andere uitkeringen na beëindiging van het dienstverband” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”).
- (c) In 2005 heeft de ECB 211 extra aandelen in de Bank voor Internationale Betalingen (BIB) aangekocht. Dit bracht het totaal aantal door de ECB aangehouden aandelen op 3.211, die zijn opgenomen tegen de aankoopkosten van €41,8 miljoen.

Overlopende activa en vooruitbetaalde kosten

In 2005 omvatte deze post nog te ontvangen rente op de vorderingen van de ECB uit hoofde van de toedelingen van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem voor het laatste kwartaal (zie onder “Bankbiljetten in omloop” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”).

Onder deze post is tevens opgenomen de nog te ontvangen rente op waardepapieren en andere financiële activa.

Diversen

Onder deze post is opgenomen een vordering op het Duitse federale Ministerie van Financiën in verband met terugvorderbare belasting toegevoegde waarde en andere betaalde indirecte belastingen. Deze belastingen kunnen worden teruggegeven krachtens de bepalingen van Artikel 3 van het Protocol betreffende de voorrechten en immuniteiten van de Europese Gemeenschappen, dat op grond van Artikel 40 van de Statuten van het ESCB van toepassing is op de ECB.

7 BANKBIJETTEN IN OMLOOP

Deze post bestaat uit het ECB-deel van de totale waarde van de eurobankbiljetten in omloop (zie onder “Bankbiljetten in omloop” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”).

8 VERPLICHTINGEN AAN OVERIGE INGEZETENEN VAN HET EUROGEBIED, LUIDENDE IN EURO

Deze post omvat deposito’s van leden van de Euro Banking Association (EBA), die voor de ECB als onderpand dienen met betrekking tot betalingen van de EBA die via het TARGET-systeem worden verrekend.

9 VERPLICHTINGEN AAN NIET-INGEZETENEN VAN HET EUROGEBIED, LUIDENDE IN EURO

Deze verplichtingen bestaan hoofdzakelijk uit bij de ECB aangehouden saldi van de nationale centrale banken die niet deel uitmaken van het eurogebied, voortvloeiend uit via het TARGET-systeem geleide transacties (zie onder “Posities binnen het ESCB en binnen het Eurosysteem” in “Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening”).

10 VERPLICHTINGEN AAN INGEZETENEN EN NIET-INGEZETENEN VAN HET EUROGEBIED, LUIDENDE IN VREEMDE VALUTA

De verplichtingen uit hoofde van repo-overeenkomsten afgesloten met ingezetenen en niet-ingezetenen van het eurogebied in verband met het beheer van de deviezenreserves van de ECB zijn de volgende:

<i>Verplichtingen aan ingezetenen van het eurogebied</i>	2005 €	2004 €	Mutatie €
Repo-overeenkomsten	0	4.967.080	(4.967.080)

<i>Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied</i>	2005 €	2004 €	Mutatie €
Repo-overeenkomsten	855.933.000	1.254.905.957	(398.972.957)

11 VERPLICHTINGEN BINNEN HET EUROSISTEEM

Deze post omvat de verplichtingen aan de nationale centrale banken van het eurogebied voortvloeiend uit de overdracht van externe reserves aan de ECB toen zij zich aansloten bij het Eurosysteem. In 2004 zijn deze saldi twee maal aangepast ter weerspiegeling van (a) de vijfjaarlijkse aanpassing van de weging binnen de kapitaalverdeelsleutel van de ECB op 1 januari 2004 en (b) de toetreding van tien nieuwe lidstaten op 1 mei 2004, die eveneens de weging van de kapitaalverdeelsleutel van de ECB veranderde. Het gecombineerde effect van deze twee aanpassingen was een vermindering van deze saldi van €40,5 tot €39,8 miljard. In 2005 hebben geen verdere aanpassingen plaatsgevonden.

Op deze saldi wordt rente 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 onder 18, "Netto rentebaten").

	Kapitaalverdeelsleutel %	€
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,5502	1.419.101.951
Deutsche Bundesbank	21,1364	11.761.707.508
Bank of Greece	1,8974	1.055.840.343
Banco de España	7,7758	4.326.975.513
Banque de France	14,8712	8.275.330.931
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,9219	513.006.858
Banca d'Italia	13,0516	7.262.783.715
Banque centrale du Luxembourg	0,1568	87.254.014
De Nederlandsche Bank	3,9955	2.223.363.598
Oesterreichische Nationalbank	2,0800	1.157.451.203
Banco de Portugal	1,7653	982.331.062
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2887	717.118.926
Totaal	71,4908	39.782.265.622

12 OVERIGE PASSIVA

Deze post bestaat hoofdzakelijk uit aan nationale centrale banken verschuldigde rente ter zake van hun vorderingen uit hoofde van de overgedragen externe reserves (zie onder 11, "Verplichtingen binnen het Eurosysteem"). In dit saldo zijn eveneens opgenomen: (a) overige overlopende posten en uitstaande repo-transacties ter waarde van €556 miljoen die zijn uitgevoerd in verband met het beheer van de eigen middelen van de ECB (zie onder 6, "Overige activa") en (b) de netto pensioenverplichtingen van de ECB.

Pensioenregeling van de ECB en andere uitkeringen na beëindiging van het dienstverband

De bedragen die in de balans zijn verwerkt met betrekking tot de pensioenverplichtingen van de ECB (zie "Pensioenregeling van de ECB en andere uitkeringen na beëindiging van het dienstverband" in de "Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening") zijn als volgt:

	2005 € miljoen	2004 € miljoen
Contante waarde van de verplichtingen	223,5	178,5
Reële waarde van de fondsbeleggingen	(161,2)	(120,2)
Niet opgenomen actuariële winsten/(verliezen)	6,5	0
In de balans opgenomen verplichtingen	68,8	58,3

In de contante waarde van de verplichtingen zijn voor een bedrag van €30,4 miljoen niet-gefinancierde verplichtingen opgenomen die betrekking hebben op de pensioenen van Directieleden en op arbeidsongeschiktheidsvoorzieningen voor het personeel (2004: €23,0 miljoen).

De in de winst- en verliesrekening voor 2005 opgenomen bedragen en de bedragen die in 2004 zouden zijn opgenomen met betrekking tot “Toegerekende pensioenkosten”, “Rente op verplichtingen” en “Verwacht rendement op de fondsbeleggingen” zijn als volgt:

	2005 € miljoen	2004 € miljoen
Toegerekende pensioenkosten	24,6	17,6
Rente op verplichtingen	6,2	4,8
Verwacht rendement op de fondsbeleggingen	(5,2)	(4,2)
Netto actuariële (winsten)/verliezen opgenomen in jaar	0	23,7
Totaal opgenomen in “Personeelskosten”	25,6	41,9

Mutaties in de contante waarde van de toegezegd-pensioenverplichting zijn als volgt:

	2005 € miljoen	2004 € miljoen
Beginbedrag toegezegd-pensioenverplichting	178,5	123,4
Pensioenkosten	24,6	17,6
Rentekosten	6,2	4,8
Bijdragen gestort door deelnemers aan de pensioenregeling	9,3	8,4
Overige netto mutaties in de verplichtingen voortvloeiend uit de bijdragen van de deelnemers aan de pensioenregeling	6,1	1,8
Betaalde uitkeringen	(2,2)	(1,0)
Actuariële (winsten)/verliezen	1,0	23,5
Eindbedrag toegezegd-pensioenverplichting	223,5	178,5

Mutaties in de reële waarde van de fondsbeleggingen zijn als volgt:

	2005 € miljoen	2004 € miljoen
Beginbedrag reële waarde van de fondsbeleggingen	120,2	91,8
Verwacht rendement	5,2	4,2
Actuariële winsten/(verliezen)	7,5	(0,2)
Bijdragen gestort door werkgever	14,7	14,6
Bijdragen gestort door deelnemers aan de pensioenregeling	9,3	8,4
Betaalde uitkeringen	(1,8)	(0,4)
Overige netto mutaties in de activa voortvloeiend uit de bijdragen van de deelnemers aan de pensioenregeling	6,1	1,8
Eindbedrag reële waarde van de fondsbeleggingen	161,2	120,2

Bij het opstellen van de waarderingen waarnaar in dit punt van de toelichting wordt gerefereerd, hebben de actuarissen door de Directie goedgekeurde aannames gehanteerd voor administratieve verwerkings- en verslaggevingsdoeleinden.

De belangrijkste aannames die zijn gehanteerd voor het berekenen van de uit de personeelspensioenregeling voortvloeiende verplichtingen, zijn in de tabel hieronder opgenomen. De actuarissen gebruiken het verwachte rendement op de fondsbeleggingen voor het berekenen van

de jaarlijkse kostenpost op de winst- en verliesrekening.

	2005 %	2004 %
Disconteringsvoet	4,10	4,50
Verwacht rendement op de fondsbeleggingen	6,00	6,00
Toekomstige salarisverhogingen	2,00	3,75
Toekomstige pensioenverhogingen	2,00	2,25

13 VOORZIENINGEN

De Raad van Bestuur, rekening houdend met de grote wisselkoers-, rente- en goudprijsrisico's waaraan de ECB blootstaat en met de huidige omvang van haar herwaarderingsrekeningen, heeft het passend geacht een voorziening op te zetten tegen deze risico's. Per 31 december 2005 is een bedrag van €992 miljoen in deze voorziening opgenomen, hetgeen resulteerde in een vermindering van de netto winst tot precies nul.

De voorziening zal worden gebruikt ter dekking van toekomstige gerealiseerde en ongerealiseerde verliezen, met name waarderingsverliezen die niet door de herwaarderingsrekeningen worden gedekt. De omvang en aanhoudende benodigdheid van deze voorziening zal jaarlijks worden herbezien, op grond van de beoordeling door de ECB van haar toekomstige wisselkoers-, rente- en goudprijsrisico's. Deze beoordeling is gebaseerd op algemeen geaccepteerde methoden voor schatting van financiële risico's.

Onder deze post vallen tevens een passende voorziening tegen de contractuele verplichting van de ECB om haar huidige kantoorgebouwen in hun oorspronkelijke staat terug te brengen wanneer zij deze verlaat en naar haar definitieve locatie verhuist, en enige andere voorzieningen.

14 HERWAARDERINGSREKENINGEN

Deze rekeningen bestaan uit herwaarderingsreserves uit hoofde van ongerealiseerde winsten op activa en passiva.

	2005 €	2004 €	Mutatie €
Goud	4.362.459.301	1.853.957.106	2.508.502.195
Deviezen	3.737.934.137	0	3.737.934.137
Waardepapieren	8.234.660	67.160.084	(58.925.424)
Totaal	8.108.628.098	1.921.117.190	6.187.510.908

De voor de eindejaarsherwaarderung gebruikte deviezenwisselkoersen waren de volgende:

Wisselkoersen	2005	2004
Amerikaanse dollars per euro	1,1797	1,3621
Japanse yen per euro	138,90	139,65
Euro per SDR	1,2099	1,1396
Euro per fine ounce goud	434,856	321,562

15 KAPITAAL EN RESERVES

Kapitaal

Het geplaatste kapitaal van de ECB is €5,565 miljard. Het volgestorte kapitaal bedraagt €4,089 miljard. De nationale centrale banken van het eurogebied hebben hun deel van het kapitaal volgestort, hetgeen in totaal €3,978 miljard bedraagt (in 2005 hebben geen veranderingen plaatsgevonden), en wel als volgt:⁷

	Kapitaal- verdeel- sleutel %	€
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,5502	141.910.195
Deutsche Bundesbank	21,1364	1.176.170.751
Bank of Greece	1,8974	105.584.034
Banco de España	7,7758	432.697.551
Banque de France	14,8712	827.533.093
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,9219	51.300.686
Banca d'Italia	13,0516	726.278.371
Banque centrale du Luxembourg	0,1568	8.725.401
De Nederlandsche Bank	3,9955	222.336.360
Oesterreichische Nationalbank	2,0800	115.745.120
Banco de Portugal	1,7653	98.233.106
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2887	71.711.893
Totaal	71,4908	3.978.226.562

⁷ Individuele bedragen zijn tot op één euro nauwkeurig afgerond. Totalen in de tabellen van deze paragraaf kunnen door afronding enigszins verschillen.

Van de 13 nationale centrale banken buiten het eurogebied wordt vereist dat zij een minimaal percentage van hun geplaatste kapitaal betalen als bijdrage aan de operationele kosten van de ECB. In 2004 is dit percentage verhoogd van 5% tot 7%. Met inbegrip van de van de tien nieuwe nationale centrale banken buiten het eurogebied ontvangen bedragen, bedroeg deze bijdrage eind 2004 in totaal €111.050.988. In 2005 hebben geen veranderingen plaatsgevonden. In tegenstelling tot de nationale centrale banken van het eurogebied, hebben de nationale centrale banken buiten het eurogebied geen recht op een aandeel in de te verdelen winst van de ECB (met inbegrip van inkomsten uit de toedelingen van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem), en hoeven zij evenmin eventuele verliezen van de ECB te financieren.

De nationale centrale banken buiten het eurogebied hebben de volgende bedragen volgestort:

	Kapitaal- verdeel- sleutel %	€
Česká národní banka	1,4584	5.680.860
Danmarks Nationalbank	1,5663	6.101.159
Eesti Pank	0,1784	694.916
Central Bank of Cyprus	0,1300	506.385
Latvijas Banka	0,2978	1.160.011
Lietuvos bankas	0,4425	1.723.656
Magyar Nemzeti Bank	1,3884	5.408.191
Central Bank of Malta/ Bank Ċentrali ta' Malta	0,0647	252.024
Narodowy Bank Polski	5,1380	20.013.889
Banka Slovenije	0,3345	1.302.967
Národná banka Slovenska	0,7147	2.783.948
Sveriges Riksbank	2,4133	9.400.451
Bank of England	14,3822	56.022.530
Total	28,5092	111.050.988

NIET IN DE BALANS OPGENOMEN INSTRUMENTEN

16 GEAUTOMATISEERD PROGRAMMA VOOR EFFECTENLENINGSTRANSACTIES

Ten behoeve van het beheer van haar eigen vermogen heeft de ECB een overeenkomst gesloten voor een geautomatiseerd programma voor effectenleningstransacties, waarbij een daarvoor aangestelde persoon of instelling namens de ECB effectenleningstransacties verricht met een aantal door de ECB daartoe als geschikt aangevonden tegenpartijen. Per 31 december 2005 stonden onder deze regeling transacties met wederinkoopverplichting uit met een waarde van €0,9 miljard (2004: €1 miljard) (zie "Transacties met wederinkoopverplichting" in "Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening").

17 RENTEFUTURES

In 2005 zijn deviezenrentefutures gebruikt in het kader van het beheer van de deviezenreserves van de ECB. Per 31 december 2005 liepen de volgende transacties:

Deviezenrentefutures	Contractwaarde €
Aankopen	5.021.586.677
Verkopen	100.873.103

TOELICHTING OP DE WINST- EN VERLIESREKENING

18 NETTO RENTEBATEN

Rentebaten uit externe reserves

Deze post omvat rentebaten, na aftrek van rentelasten, uit de in vreemde valuta luidende activa en passiva, en is als volgt verdeeld:

	2005 €	2004 €	Mutatie €
Rente op rekeningen-courant	7.519.063	3.744.188	3.774.875
Baten uit geldmarkt-deposito's	124.214.410	49.854.512	74.359.898
Repo-overeenkomsten met wederinkoopverplichting	153.568.329	63.759.141	89.809.188
Netto baten uit waardepapieren	641.956.243	317.073.827	324.882.416
Totale rentebaten uit externe reserves	927.258.045	434.431.668	492.826.377
Rentelasten op rekeningen-courant	(221.697)	(32.020)	(189.677)
Repo-overeenkomsten	(37.562.595)	(11.947.990)	(25.614.605)
Overige rentelasten (netto)	(64.964)	(32.960)	(32.004)
Rentebaten uit externe reserves (netto)	889.408.789	422.418.698	466.990.091

De rentebaten zijn gedurende 2005 aanzienlijk gestegen dankzij de stijgende rente op in Amerikaanse dollar luidende activa.

Rentebaten uit de toedeling van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem

Deze post bestaat uit de rentebaten van de ECB uit haar deel van 8% van de totale waarde van de uitgegeven eurobankbiljetten. De rente op de vorderingen van de ECB ten aanzien van haar deel van de bankbiljetten wordt geheven tegen de meest recent beschikbare marginale rentevoet voor de basis-herfinancieringstransacties van het Eurosysteem. Deze baten worden verdeeld onder de nationale centrale banken, zoals beschreven onder "Bankbiljetten in omloop" in "Grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening".

Op basis van het geschatte financiële resultaat van de ECB voor het jaar 2005, heeft de Raad van Bestuur in december 2005 besloten

- (a) de drie gedurende het jaar reeds aan de nationale centrale banken uitbetaalde driemaandelijke tussentijdse verdelingen ten bedrage van in totaal €634 miljoen, terug te vorderen, en
- (b) de laatste driemaandelijke tussentijdse verdeling van €234 miljoen achterwege te laten.

Remuneratie van vorderingen van nationale centrale banken in verband met overgedragen externe reserves

De rentevergoedingen aan de nationale centrale banken van het eurogebied uit hoofde van hun vorderingen op de ECB ter zake van overeenkomstig Artikel 30.1 van de Statuten van het ESCB aan de ECB overgedragen externe reserves worden onder deze post vermeld.

Overige rentebaten en Overige rentelasten

Deze posten bestaan hoofdzakelijk uit rentebaten van €1,6 miljard (2004: €1,2 miljard) en rentelasten van €1,5 miljard (2004: €1,1 miljard) ten aanzien van saldi uit hoofde van TARGET-transacties. De rentebaten en -lasten ten aanzien van overige in euro luidende activa en passiva zijn eveneens hier opgenomen.

19 GEREALISEERDE WINSTEN/VERLIEZEN UIT FINANCIËLE TRANSACTIES

De netto gerealiseerde winsten uit financiële transacties in 2005 waren de volgende:

	2005 €	2004 €	Mutatie €
Netto gerealiseerde koerswinsten op waardepapieren	14.854.774	94.643.135	(79.788.361)
Netto gerealiseerde wisselkoerswinsten/(verliezen)	134.514.361	41.402.675	93.111.686
Gerealiseerde winsten uit financiële transacties	149.369.135	136.045.810	13.323.325

20 AFWAARDERINGEN VAN FINANCIËLE ACTIVA EN POSITIES

	2005 €	2004 €	Mutatie €
Ongerealiseerde verliezen op waardepapieren	(97.487.772)	(28.485.006)	(69.002.766)
Ongerealiseerde wisselkoersverliezen	(6.309)	(2.064.800.103)	2.064.793.794
Totaal	(97.494.081)	(2.093.285.109)	1.995.791.028

Deze last is voornamelijk het gevolg van de afwaardering van de gemiddelde aanschaffingskosten van de door de ECB aangehouden in Amerikaanse dollar luidende waardepapieren tegen hun prijzen per de jaarultimo.

21 NETTO LASTEN UIT PROVISIES EN COMMISSIES

	2005 €	2004 €	Mutatie €
Baten uit provisies en commissies	473.432	297.964	175.468
Kosten in verband met provisies en commissies	(655.805)	(559.481)	(96.324)
Netto kosten in verband met provisies en commissies	(182.373)	(261.517)	79.144

De baten onder deze post bestaan voornamelijk uit aan kredietinstellingen opgelegde boetes ter zake van niet-nakoming van de reserveverplichtingen. De lasten hebben hoofdzakelijk te maken met op rekeningen-courant verschuldigde provisies en provisies in verband met de uitoefening van deviezenrentefutures (zie onder 17, "Rentefutures").

22 OVERIGE BATEN

De overige baten gedurende het boekjaar waren hoofdzakelijk het gevolg van de overdracht van ongebruikte administratieve voorzieningen naar de winst- en verliesrekening. Met name leidden, na wijzigingen in de huurovereenkomsten van de ECB, de herbeoordeling en de daaruit voortvloeiende vermindering van de voorziening tegen de contractuele verplichting van de ECB om haar huidige kantoorgebouwen in hun oorspronkelijke staat terug te brengen wanneer zij deze verlaat, tot een stijging van deze post.

23 PERSONEELSKOSTEN

Deze post heeft betrekking op salarissen, toelagen en personeelsverzekeringskosten ten bedrage van €126,9 miljoen (2004: €120,0 miljoen). De toelagen van de Directie bedroegen in totaal €2,1 miljoen (2004: €2,1 miljoen). In 2005 bedroegen overgangsbetalingen aan vertrekkende leden van de Directie en aan voormalige leden of hun nabestaanden uitgekeerde pensioenen in totaal €0,4 miljoen (2004: €0,5 miljoen).

De salarissen en toelagen van het personeel, met inbegrip van de toelagen van hoge managementfunctionarissen, zijn in grote lijnen gebaseerd op en vergelijkbaar met het beloningssysteem binnen de Europese Gemeenschappen.

Onder deze post is tevens opgenomen een bedrag van €25,6 miljoen (2004: €41,9 miljoen) in verband met het pensioenstelsel van de ECB en andere uitkeringen na beëindiging van het dienstverband (zie onder 12, "Overige passiva").

De vermindering van de post “Personeelskosten” is voornamelijk het gevolg van een verandering in de financieel-administratieve behandeling die wordt toegepast op de toerekening van netto actuariële winsten/verliezen met betrekking tot het pensioenstelsel van de ECB en andere uitkeringen na beëindiging van het dienstverband. De kosten uit hoofde van het pensioenstelsel waren in 2004 aanzienlijk hoger ten gevolge van de toerekening van €23,7 miljoen aan netto actuariële verliezen in hun geheel aan het jaar waarin zij zich voordeden. In 2005 werden, aangezien nu de 10%-bandbreedte van toepassing is, geen actuariële winsten/verliezen in de winst- en verliesrekening opgenomen (zie onder 12, “Overige passiva”).

Eind 2005 bedroeg het aantal personeelsleden van de ECB 1.351, waaronder 131 in managementfuncties. De verandering in het aantal personeelsleden was in 2005 als volgt:

	2005	2004
Per 1 januari	1.309	1.213
Nieuwe personeelsleden	82	137
Vertrokken personeelsleden	40	41
Per 31 december	1.351	1.309
Gemiddeld aantal personeelsleden	1.331	1.261

24 BEHEERKOSTEN

Deze kosten omvatten alle overige lopende kosten, te weten huur en onderhoud van de kantoorruimten, niet-investeringsgoederen en – inventaris, honoraria van adviseurs, en overige diensten en kantooormiddelen, evenals de kosten van werving, verhuizing, installatie, opleiding en herhuisvesting van personeel.

25 PRODUCTIEKOSTEN BANKBILJETTEN

Deze kosten hielden verband met de kosten van grensoverschrijdende transportatie van euro-bankbiljetten tussen nationale centrale banken om tegemoet te komen aan onverwachte schommelingen in de vraag. Deze kosten worden centraal door de ECB gedragen.

TOELICHTING OP DE VERDELING VAN WINST/TOEDELING VAN VERLIEZEN

Deze toelichting maakt geen deel uit van de Jaarrekening van de ECB over het jaar 2005.

INKOMSTEN UIT HET AANDEEL VAN DE ECB IN DE TOTALE WAARDE VAN DE BANKBILJETTEN IN OMLOOP

In 2004 zijn, na een besluit van de Raad van Bestuur, uit het aandeel van de ECB in de totale waarde van de bankbiljetten in omloop verdiende inkomsten ten bedrage van €733 miljoen niet door de ECB uitgekeerd om te waarborgen dat de totale winstverdeling van de ECB over het jaar de netto jaarwinst niet zou overstijgen. Zo is ook in 2005 een bedrag van €868 miljoen niet uitgekeerd. Beide bedragen bestaan geheel uit alle inkomsten uit het aandeel van de ECB in de totale waarde van de eurobankbiljetten in omloop in de betreffende jaren.

WINSTVERDELING/DEKKING VAN VERLIEZEN

Krachtens Artikel 33 van de Statuten van het ESCB, wordt de nettowinst van de ECB in de onderstaande volgorde overgedragen:

- (a) 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; en
- (b) de resterende nettowinst wordt onder de aandeelhouders van de ECB verdeeld naar rato van hun gestorte aandelen.

In geval van een verlies van de ECB wordt het tekort gedekt uit het algemeen reservefonds van de ECB en, indien nodig, bij besluit van de Raad van Bestuur, door de monetaire inkomsten van het betrokken boekjaar, naar rato en tot beloop van de bedragen die overeenkomstig Artikel 32.5 van de Statuten aan de nationale centrale banken zijn toebedeeld.¹

In 2005 resulteerde het opzetten van een voorziening tegen wisselkoers-, rente- en goudprijs-

risico's ten bedrage van €992 miljoen in een vermindering van de nettowinst tot precies nul. Dientengevolge hebben geen overdrachten naar het algemeen reservefonds of een winstverdeling onder de aandeelhouders van de ECB plaatsgevonden. Het was tevens niet nodig een verlies te compenseren.

De behandeling van de nettowinst/het netto verlies van de ECB in 2004 en 2005 kan derhalve als volgt worden samengevat:

	2005 €	2004 €
Netto winst/(verlies) over het boekjaar	0	(1.636.028.702)
Onttrekkingen aan het algemeen reservefonds	0	296.068.424
Overdracht uit de door de nationale centrale banken bij elkaar gevoegde monetaire inkomsten	0	1.339.960.278
Totaal	0	0

¹ Krachtens Artikel 32.5 van de Statuten van het ESCB dient de som van de monetaire inkomsten van de nationale centrale banken te worden toebedeeld naar rato van hun gestorte aandeel in het kapitaal van de ECB.

Auditor's report

President and Governing Council
of the European Central Bank

Frankfurt am Main

We have audited the accompanying balance sheet of the European Central Bank as of 31 December 2005 and the related profit and loss account for the year then ended as well as the notes. These annual accounts are the responsibility of the European Central Bank's Executive Board. Our responsibility is to express an opinion on these annual accounts based on our audit.

We conducted our audit in accordance with International Standards on Auditing. Those Standards require that we plan and perform the audit to obtain reasonable assurance about whether the annual accounts are free of material misstatement. An audit includes examining, on a test basis, evidence supporting the amounts and disclosures in the annual accounts. An audit also includes assessing the accounting principles used and significant estimates made by management, as well as evaluating the overall presentation of the annual accounts. We believe that our audit provides a reasonable basis for our opinion.

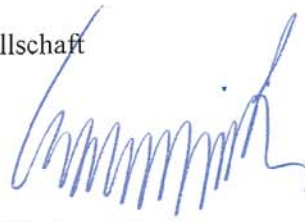
In our opinion, the annual accounts give a true and fair view of the financial position of the European Central Bank as of 31 December 2005 and of the results of its operations for the year then ended in accordance with the accounting policies as described in the first part of the notes.

Frankfurt am Main, 7 March 2006

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Wohlmannstetter
Wirtschaftsprüfer



Dr. Lemnitzer
Wirtschaftsprüfer

**Deze vertaling van de verklaring van de externe accountant van de ECB
wordt door de ECB uitsluitend verschaft ter informatie.
Ingeval van enige discrepantie geldt de Engelse versie van KPMG.**

Accountantsverklaring

President en Raad van Bestuur
van de Europese Centrale Bank

Frankfurt am Main

Wij hebben bijgaande balans van de Europese Centrale Bank per 31 december 2005 gecontroleerd, alsmede de daarmee verband houdende winst- en verliesrekening per dezelfde datum en de toelichtingen. De Directie van de Europese Centrale Bank is verantwoordelijk voor deze jaarrekening. Het is onze verantwoordelijkheid op grond van ons onderzoek een oordeel te geven over deze jaarrekening.

Wij hebben ons onderzoek verricht in overeenstemming met de "International Standards on Auditing" (internationale controlestandaarden). Deze standaarden vereisen dat wij de controle zo opzetten en uitvoeren dat wij er redelijk zeker van kunnen zijn dat de jaarrekening geen materiële verkeerde opgave bevat. Een controle-onderzoek omvat steekproefsgewijs onderzoek van stukken die betrekking hebben op de in de jaarrekening vervatte bedragen en verantwoordingen. Tevens omvat een controle-onderzoek een beoordeling van de gehanteerde grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening en van belangrijke, door het management gemaakte schattingen, alsmede een evaluatie van de algehele presentatie van de jaarrekening. Wij zijn van mening dat ons controle-onderzoek een redelijke basis vormt voor ons oordeel.

Naar ons oordeel geeft de jaarrekening een getrouw beeld van de grootte en de samenstelling van het vermogen van de Europese Centrale Bank per 31 december 2005 en van het resultaat voor het jaar 2005 overeenkomstig de in het eerste deel van de toelichting beschreven grondslagen voor de opstelling van de jaarrekening.

Frankfurt am Main, 7 maart 2006

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

(Wohlmannstetter)
Wirtschaftsprüfer

(Dr. Lemnitzer)
Wirtschaftsprüfer

5 GECONSOLIDEERDE BALANS VAN HET EUROSYSTEEM PER 31 DECEMBER 2005

(EUR MILJOEN)

ACTIVA	31 DECEMBER 2005	31 DECEMBER 2004
1 Goud en goudvorderingen	163.881	125.730
2 Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta	154.140	153.856
2.1 Vorderingen op het IMF	16.391	23.948
2.2 Tegoeden bij banken en beleggingen in waardepapieren, externe leningen en overige externe activa	137.749	129.908
3 Vorderingen op ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta	23.693	16.974
4 Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro	9.185	6.849
4.1 Tegoeden bij banken, beleggingen in waardepapieren en leningen	9.185	6.849
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	405.966	345.112
5.1 Basis-herfinancieringstransacties	315.000	270.000
5.2 Langerlopende herfinancieringstransacties	90.017	75.000
5.3 "Fine-tuning"-transacties met wederinkoop	0	0
5.4 Structurele transacties met wederinkoop	0	0
5.5 Marginale beleningsfaciliteit	949	109
5.6 Kredieten uit hoofde van margestortingen	0	3
6 Overige vorderingen op kredietinstellingen in het eurogebied, luidende in euro	3.636	3.763
7 Waardepapieren uitgegeven door ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro	92.367	70.244
8 Overheidsschuld, luidende in euro	40.113	41.317
9 Overige activa	145.635	120.479
Totaal activa	1.038.616	884.324

Door afronding kunnen de totalen/subtotalen enigszins verschillen.

PASSIVA

31 DECEMBER
200531 DECEMBER
2004

1	Bankbiljetten in omloop	565.216	501.256
2	Verplichtingen aan kredietinstellingen in het eurogebied uit hoofde van monetaire-beleidsmaatregelen, luidende in euro	155.535	138.735
2.1	Rekeningen-courant (met inbegrip van reserveverplichtingen)	155.283	138.624
2.2	Depositofaciliteit	252	106
2.3	Termijndeposito's	0	0
2.4	"Fine-tuning"-transacties met wederinkoop	0	0
2.5	Deposito's uit hoofde van margestortingen	0	5
3	Overige verplichtingen aan kredietinstellingen in het eurogebied, luidende in euro	207	126
4	Uitgegeven schuldbewijzen	0	0
5	Verplichtingen aan overige ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro	41.762	42.187
5.1	Overheid	34.189	35.968
5.2	Overige verplichtingen	7.573	6.219
6	Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro	13.224	10.912
7	Verplichtingen aan ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta	366	247
8	Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta	8.405	10.679
8.1	Deposito's, tegoeden en overige verplichtingen	8.405	10.679
8.2	Verplichtingen uit hoofde van de kredietfaciliteit ingevolge het ERM-II	0	0
9	Tegenwaarde toegewezen bijzondere trekkingsrechten in het IMF	5.920	5.573
10	Overige passiva	67.325	51.791
11	Herwaarderingsrekeningen	119.094	64.581
12	Kapitaal en reserves	61.562	58.237
	Totaal passiva	1.038.616	884.324

BIJLAGEN

DOOR DE ECB VASTGESTELDE RECHTSINSTRUMENTEN

Onderstaand bevindt zich een opsomming van de rechtsinstrumenten die in 2005 en begin 2006 door de ECB zijn vastgesteld en in het Publicatieblad van de Europese Unie zijn opgenomen. Het Publicatieblad is verkrijgbaar bij het Bureau voor Officiële Publicaties der Euro-

pese Gemeenschappen. Voor een opsomming van alle rechtsinstrumenten die de ECB sedert haar oprichting heeft vastgesteld wordt verwezen naar het onderdeel "Juridisch kader" op de website van de ECB (www.ecb.int).

Nummer	Titel	Pb-verwijzing
ECB/2005/1	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 21 januari 2005 tot wijziging van Richtsnoer ECB/2001/3 betreffende een geautomatiseerd trans-Europees real-time brutovereveningssysteem (TARGET)	Pb L 30, 03/02/2005, blz. 21
ECB/2005/2	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 3 februari 2005 tot wijziging van Richtsnoer ECB/2000/7 betreffende monetaire-beleidsinstrumenten en -procedures van het Euro-systeem	Pb L 111, 02/05/2005, blz. 1
ECB/2005/3	Aanbeveling van de Europese Centrale Bank van 11 februari 2005 aan de Raad van de Europese Unie betreffende de externe accountant van de Banco de Portugal	Pb C 50, 26/02/2005, blz. 6
ECB/2005/4	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 15 februari 2005 tot wijziging van Richtsnoer ECB/2003/2 inzake bepaalde statistische rapportagevereisten van de Europese Centrale Bank en de rapportageprocedures voor statistische informatie van de nationale centrale banken met betrekking tot monetaire en bancaire statistieken	Pb L 109, 29/04/2005, blz. 6
ECB/2005/5	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 17 februari 2005 inzake de statistische rapportageverplichtingen van de Europese Centrale Bank en de procedures voor het uitwisselen van statistische gegevens binnen het Europees Stelsel van Centrale Bank en op het gebied van statistieken betreffende overheidsfinanciën	Pb L 109, 29/04/2005, blz. 81
ECB/2005/6	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 11 maart 2005 tot wijziging van Richtsnoer ECB/2000/1 betreffende het beheer van de externe reserves van de Europese Centrale Bank door de nationale centrale banken en de juridische documentatie voor operaties met betrekking tot de externe reserves van de Europese Centrale Bank	Pb L 109, 29/04/2005, blz. 107
ECB/2005/7	Aanbeveling van de Europese Centrale Bank van 7 april 2005 aan de Raad van de Europese Unie betreffende de externe accountant van de Bank of Greece	Pb C 91, 15/04/2005, blz. 4

Nummer	Titel	Pb-verwijzing
ECB/2005/8	Aanbeveling van de Europese Centrale Bank van 7 april 2005 aan de Raad van de Europese Unie betreffende de externe accountant van de Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	Pb C 91, 15/04/2005, blz. 5
ECB/2005/9	Aanbeveling van de Europese Centrale Bank van 20 mei 2005 aan de Raad van de Europese Unie betreffende de externe accountant van De Nederlandsche Bank	Pb C 151, 22/06/2005, blz. 29
ECB/2005/10	Aanbeveling van de Europese Centrale Bank van 26 oktober 2005 aan de Raad van de Europese Unie betreffende de externe accountant van de Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	Pb C 277, 10/11/2005, blz. 30
ECB/2005/11	Besluit van de Europese Centrale Bank van 17 november 2005 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 L 311, 26/11/2005, blz. 41
ECB/2005/12	Besluit van de Europese Centrale Bank van 17 november 2005 tot wijziging van Besluit ECB/2002/11 betreffende de jaarrekening van de Europese Centrale Bank	Pb L 311, 26/11/2005, blz. 43
ECB/2005/13	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 17 november 2005 tot wijziging van Richtsnoer ECB/2002/7 betreffende de statistische rapportagevereisten van de Europese Centrale Bank met betrekking tot financiële kwartaalrekeningen	Pb L 30, 02/02/2006, blz. 1
ECB/2005/14	Beschikking van de Europese Centrale Bank van 9 december 2005 inzake de goedkeuring met betrekking tot de omvang van de muntenuitgifte in 2006	Pb L 333, 20/12/2005, blz. 55
ECB/2005/15	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 15 december 2005 tot wijziging van Richtsnoer ECB/2000/1 betreffende het beheer van de externe reserves van de Europese Centrale Bank door de nationale centrale banken en de juridische documentatie voor operaties met betrekking tot de externe reserves van de Europese Centrale Bank	Pb L 345, 28/12/2005, blz. 33
ECB/2005/16	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 30 december 2005 betreffende een geautomatiseerd trans-Europees real-time brutovereeningssysteem (TARGET)	Pb L 18, 23/01/2006, blz. 1
ECB/2005/17	Richtsnoer van de Europese Centrale Bank van 30 december 2005 tot wijziging van Richtsnoer ECB/2000/7 betreffende monetaire-beleidsinstrumenten en -procedures van het Eurosysteem	Pb L 30, 02/02/2006, blz. 26

DOOR DE ECB UITGEBRACHTE ADVIEZEN

Onderstaand bevindt zich een opsomming van de adviezen die in 2005 door de ECB zijn uitgebracht ingevolge artikel 105, lid 4 van het Verdrag en artikel 4 van de Statuten van het ESCB, artikel 112, lid 2b van het Verdrag en

artikel 11.2 van de Statuten. Voor een opsomming van alle adviezen die de ECB sedert haar oprichting heeft uitgebracht wordt verwezen naar de website van de ECB (www.ecb.int).

(a) Adviezen van de ECB naar aanleiding van een raadpleging door een lidstaat¹

Nummer ²	Raadplegende lidstaat	Betreft
CON/2005/1	Italië	Uitbreiding van kredieten door de Banca d'Italia aan Libanon
CON/2005/3	Hongarije	Verwerking en distributie van chartaal geld
CON/2005/5	Malta	Door de Central Bank of Malta gehanteerde statistische-rapportageverplichtingen voor kredietinstellingen
CON/2005/8	Litouwen	Minimumreserveverplichtingen voor kredietinstellingen (kredito unija)
CON/2005/9	België	Regels betreffende het bedrijfseconomische toezicht op effectenverrekeningsinstellingen en gelijkgestelde instellingen
CON/2005/10	Hongarije	De statistische-rapportagevereisten van Magyar Nemzeti Bank betreffende de transactiecodes voor betalingen
CON/2005/12	Luxembourg	Financiële onderpandovereenkomsten
CON/2005/13	Cyprus	Verslaglegging door monetaire financiële instellingen van hun maandelijks balansen
CON/2005/14	Hongarije	Minimumreservevereisten
CON/2005/15	Denemarken	Verdeling van de kosten voor het beheer van betaalpasssystemen tussen banken, consumenten en detaillisten
CON/2005/19	Hongarije	Technische taken en overige verplichtingen verband houdend met de bescherming van wettige betaalmiddelen tegen valsemunterij
CON/2005/20	Letland	Wijzigingen in de statuten van Latvijas Banka

¹ In december 2004 heeft de Raad van Bestuur besloten dat ECB-Adviezen uitgebracht na een verzoek daartoe door nationale autoriteiten in principe gepubliceerd worden onmiddellijk nadat zij vastgesteld en vervolgens aan de raadplegende autoriteit zijn gecommuniceerd.

² De Adviezen zijn genummerd in de volgorde van goedkeuring door de Raad van Bestuur.

Nummer ²	Raadplegende lidstaat	Betreft
CON/2005/21	Litouwen	Wettelijk kader voor de invoering van de euro
CON/2005/23	Oostenrijk	De rapportage van grensoverschrijdende diensten voor betalingsbalansstatistieken en statistieken betreffende de internationale investeringspositie
CON/2005/24	Tsjechië	De reorganisatie van het toezicht op de financiële markt en van het toezicht op betalings- en effectenafwikkelingssystemen
CON/2005/25	Slowakije	De regulering van lobbying, waaronder lobbying in verband met Národná banka Slovenska
CON/2005/26	Slowakije	De taak van Národná banka Slovenska betreffende het geïntegreerde toezicht op de totale financiële markt en de wijziging van haar statuten
CON/2005/27	Nederland	De samenwerking tussen De Nederlandsche Bank en het Centraal Bureau voor de Statistiek betreffende de statistische-rapportagevereisten van de ECB
CON/2005/28	Cyprus	Wijzigingen van de Wet ter uitvoering van Richtlijn 98/26/EG betreffende het definitieve karakter van de afwikkeling van betalingen en effectentransacties in betalings- en afwikkelingssystemen (de Finaliteitsrichtlijn)
CON/2005/29	Oostenrijk	De financiering door de Oostenrijkse Nationalbank van een bijdrage door Oostenrijk aan het IMF-trustfonds voor lage-loon landen die zijn getroffen door natuurrampen
CON/2005/30	Spanje	Regels voor de uitkering van de winsten van de Banco de España aan de Schatkist
CON/2005/31	België	Invoering van directe rapportage betreffende grensoverschrijdende diensten voor betalingsbalansstatistieken en statistieken betreffende de internationale investeringspositie
CON/2005/32	Litouwen	De statistische-rapportagevereisten van Lietuvos bankas betreffende betalingsinstrumenten
CON/2005/34	Italië	De gewijzigde structuur van de Banca d'Italia en het gewijzigde interne bestuur als gevolg van een wet betreffende de bescherming van spaartegoeden

Nummer ²	Raadplegende lidstaat	Betreft
CON/2005/35	Cyprus	Wijzigingen van het stelsel betreffende minimumreserves van de Central Bank of Cyprus
CON/2005/36	Tsjechië	De modernisatie van het kader tot invoering van mogelijkheden voor het oplossen van insolventie en het versterken van crediteurenrechten
CON/2005/37	Duitsland	Wijzigingen van de rapportageverplichtingen voor grensoverschrijdende betalingen
CON/2005/38	Litouwen	Het recht van Lietuvos bankas bankbiljetten en munten uit te geven bij het aannemen van de euro en de persoonlijke onafhankelijkheid van haar president
CON/2005/39	Tsjechië	Een gewijzigd voorstel voor een volledige integratie van het toezicht op financiële markten met Česká národní banka als enige toezichthoudende autoriteit
CON/2005/40	Frankrijk	De implementatie van regels betreffende de eigendoms-overdracht van financiële instrumenten
CON/2005/41	Italië	Het toezicht op betalingssystemen voor het overmaken van kleine bedragen
CON/2005/42	Hongarije	Materiële, technische, veiligheids- en operationele vereisten voor clearingtransacties
CON/2005/43	België	De afschaffing van effecten aan toonder en de modernisatie van het rechtskader betreffende door ondernemingen uitgegeven effecten
CON/2005/44	Polen	Wijzigingen in het wettelijk kader inzake deviezen
CON/2005/45	Tsjechië	De statistische-rapportagevereisten voor bepaalde financiële instellingen, waaronder verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen
CON/2005/46	Tsjechië	De uitwisseling van statistische informatie tussen Česká národní banka en Český statistický úřad (Bureau voor de Statistiek) voor statistische doeleinden
CON/2005/47	Slowakije	De uitsluiting van Národná banka Slovenska van het toepassingsbereik van de strafrechtelijke aansprakelijkheid van rechtspersonen

Nummer ²	Raadplegende lidstaat	Betreft
CON/2005/48	Zweden	De vergoeding van rentekosten die Sveriges Riksbank betaalt aan ondernemingen die contanten scheiden en opslaan
CON/2005/49	Tsjechië	Statistische rapportagevereisten voor banken en buitenlandse bijkantoren
CON/2005/50	Slowakije	Vermindering van de jaarlijkse bijdrage van commerciële banken aan het <i>Deposit Protection Fund</i> en monetaire financiering
CON/2005/52	Hongarije	De reikwijdte van de informatie die aan het informatiesysteem van de centrale bank moet worden geleverd, en de methode en tijdslimieten voor het leveren van deze gegevens
CON/2005/54	Zweden	Wijzigingen van de statuten van Sveriges Riksbank
CON/2005/55	Slowakije	Wijzigingen van het schatkiststelsel van de overheid
CON/2005/57	Slovenië	Advies inzake de redenominatie van het kapitaal van naamloze en besloten vennootschappen en de invoering van aandelen zonder nominale waarde als resultaat van de invoering van de euro
CON/2005/58	Italië	Gewijzigd voorstel inzake wijzigingen in de structuur van de Banca d'Italia en het interne bestuur als gevolg van een wet betreffende de bescherming van spaartegoeden
CON/2005/59	Estland	Wijzigingen in de statuten van Eesti Pank in de voorbereiding op de invoering van de euro
CON/2005/60	Litouwen	Wijzigingen in de statuten van Lietuvos bankas in de voorbereiding op de invoering van de euro
CON/2005/61	Slowakije	Door Národná banka Slovenska te hanteren financiële administratie- en verslagleggingsstandaarden

(b) Adviezen van de ECB naar aanleiding van een raadpleging door een Europese instelling³

Nummer⁴	Raadplegende instelling	Betreft	Pb-verwijzing
CON/2005/2	Raad	Voorkoming van het gebruik van het financiële stelsel voor het witwassen van geld, met inbegrip van terrorisme-financiering	Pb C 40 van 17/02/05, blz. 9
CON/2005/4	Raad	Raamwerk voor de kapitaaltoereikendheid van kredietinstellingen en beleggingsondernemingen	Pb C 52 van 02/03/05, blz. 37
CON/2005/6	Raad	Benoeming van een lid van de Directie van de ECB	Pb C 75 van 24/03/05, blz. 14
CON/2005/7	Raad	Het Verdrag van Den Haag inzake effecten die bij een intermediair worden aangehouden	Pb C 81 van 02/04/05, blz. 10
CON/2005/11	Raad	Kwaliteit van de statistische gegevens in het kader van de procedure bij buitensporige tekorten	Pb C 116 van 18/05/05, blz. 11
CON/2005/16	Raad	De communautaire statistiek van de structuur en de activiteit van buitenlandse filialen	Pb C 144 van 14/06/05, blz. 14
CON/2005/17	Raad	De bespoediging en verduidelijking van de tenuitvoerlegging van de procedure bij buitensporige tekorten ter weerspiegeling van wijzigingen in de tenuitvoerlegging van het Pact voor Stabiliteit en Groei	Pb C 144 van 14/06/05, blz. 16
CON/2005/18	Raad	De versterking van het toezicht op begrotingssituaties en het toezicht op en de coördinatie van het economische beleid ter weerspiegeling van wijzigingen in de tenuitvoerlegging van het Pact voor Stabiliteit en Groei	Pb C 144 van 14/06/05, blz. 17

³ Tevens gepubliceerd op de website van de ECB.

⁴ De raadplegingen worden genummerd in de volgorde waarin de Raad van Bestuur van de ECB ze heeft vastgesteld.

Nummer ⁴	Raadplegende instelling	Betreft	Pb-verwijzing
CON/2005/22	Raad	De verlenging van het actieprogramma inzake uitwisselingen, bijstand en opleiding voor de bescherming van de euro tegen valsemunterij (programma "Pericles")	Pb C 161 van 01/07/05, blz. 11
CON/2005/33	Commissie	De gemeenschappelijke referentieperiode voor het geharmoniseerde indexcijfer van de consumptieprijzen (GICP)	Pb C 254 van 14/10/05, blz. 4
CON/2005/51	Raad	Het stelsel voor de invoering van de euro in de lidstaten die de euro nog niet hebben aangenomen	Pb C 316 van 13/12/05, blz. 25
CON/2005/53	Raad	De verlenging van termijnen voor de omzetting en toepassing van Richtlijn 2004/39/EG betreffende markten voor financiële instrumenten	Pb C 323 van 09/12/05, blz. 31
CON/2005/56	Raad	Bij geldoverdrachten te voegen informatie over de betaler	Pb C 336 van 31/12/05, blz. 109

OVERZICHT VAN DE MONETAIRE- BELEIDSMATREGELEN VAN HET EUROSISTEEM¹

13 JANUARI 2005

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de minimale inschrijvingsrente op de basisherfinancieringstransacties, de rente op de marginale beleningsfaciliteit en de rente op de depositofaciliteit onveranderd te laten op respectievelijk 2,0%, 3,0% en 1,0%.

14 JANUARI 2005

De Raad van Bestuur van de ECB besluit het toewijzingsbedrag voor de in 2005 uit te voeren langerlopende herfinancieringstransacties te verhogen van €25 miljard tot €30 miljard per transactie. In dit verhoogde bedrag is rekening gehouden met de verwachte stijging van de liquiditeitsbehoeften van het bankwezen in het eurogebied in 2005. Het Eurosysteem zal evenwel het grootste deel van de liquiditeit blijven verschaffen door middel van basisherfinancieringstransacties. De Raad van Bestuur kan begin 2006 besluiten het toewijzingsbedrag opnieuw aan te passen.

3 FEBRUARI, 3 MAART, 7 APRIL, 4 MEI, 2 JUNI, 7 JULI, 4 AUGUSTUS, 1 SEPTEMBER, 6 OKTOBER EN 3 NOVEMBER 2005

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de minimale inschrijvingsrente op de basisherfinancieringstransacties, de rente op de marginale beleningsfaciliteit en de rente op de depositofaciliteit onveranderd te laten op respectievelijk 2,0%, 3,0% en 1,0%.

1 DECEMBER 2005

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de minimale inschrijvingsrente op de basisherfinancieringstransacties met 0,25 procentpunt te verhogen tot 2,25%, met ingang van de transactie die op 6 december 2005 zal worden verrekend. De Raad besluit eveneens de rente op zowel de marginale beleningsfaciliteit als de depositofaciliteit met ingang van 6 december

2005 met 0,25 procentpunt te verhogen tot respectievelijk 3,25% en 1,25%.

16 DECEMBER 2005

De Raad van Bestuur van de ECB besluit het toewijzingsbedrag voor de in 2006 uit te voeren langerlopende herfinancieringstransacties te verhogen van €30 miljard tot €40 miljard per transactie. In dit verhoogde bedrag wordt rekening gehouden met twee aspecten. Ten eerste zullen de liquiditeitsbehoeften van het bankwezen in het eurogebied naar verwachting verder toenemen in 2006. Ten tweede heeft het Eurosysteem besloten het aandeel van de liquiditeitsbehoeften waarin wordt voorzien door de langerlopende herfinancieringstransacties licht te verhogen. Het Eurosysteem zal evenwel het grootste deel van de liquiditeit blijven verschaffen door middel van basisherfinancieringstransacties. De Raad van Bestuur kan begin 2007 besluiten om het toewijzingsbedrag opnieuw aan te passen.

12 JANUARI EN 2 FEBRUARI 2006

De Raad van Bestuur van de ECB besluit de minimale inschrijvingsrente op de basisherfinancieringstransacties, de rente op de marginale beleningsfaciliteit en de rente op de depositofaciliteit onveranderd te laten op respectievelijk 2,25%, 3,25% en 1,25%.

¹ Voor een overzicht van de monetaire-beleidsmaatregelen van het Eurosysteem tussen 1999 en 2004 wordt respectievelijk verwezen naar pagina's 179 tot 183 van het ECB Jaarverslag 1999, naar pagina's 224 tot 227 van het ECB Jaarverslag 2000, naar pagina's 233 en 234 van het ECB Jaarverslag 2001, naar pagina's 248 en 249 van het ECB Jaarverslag 2002, naar pagina's 229 en 230 van het ECB Jaarverslag 2003 en naar pagina 237 van het ECB Jaarverslag 2004.

PUBLICATIES VAN DE EUROPESE CENTRALE BANK SINDS 2005

De volgende lijst bevat een selectie uit de door de Europese Centrale Bank sinds januari 2005 gepubliceerde documenten. De lijst bevat alleen Working Papers die in de periode december 2005 - februari 2006 gepubliceerd zijn. De publicaties zijn gratis verkrijgbaar bij de Afdeling Pers en Informatie. Lezers wordt verzocht schriftelijke verzoeken daartoe te richten aan het postadres op de achterzijde van het titelblad.

Een volledige lijst publicaties van de Europese Centrale Bank en het Europees Monetaire Instituut is te vinden op de website van de ECB (<http://www.ecb.int>).

JAARVERSLAG

“Jaarverslag 2004”, april 2005.

ARTIKELN IN HET MAANDBERICHT

“The new Basel Capital Accord: main features and implications”, januari 2005.

“Financial flows to emerging market economies: changing patterns and recent developments”, januari 2005.

“Bank market discipline”, februari 2005.

“Initial experience with the changes to the Eurosystem’s operational framework for monetary policy implementation”, februari 2005.

“Euro area balance of payments and international investment position vis-à-vis main counterparts”, februari 2005.

“Asset price bubbles and monetary policy”, april 2005.

“Comparability of statistics for the euro area, the United States and Japan”, april 2005.

“The ESCB-CESR standards for securities clearing and settlement in the European Union”, april 2005.

“Monetary policy and inflation differentials in a heterogeneous currency area”, mei 2005.

“Consolidation and diversification in the euro area banking sector”, mei 2005.

“The evolving framework for corporate governance”, mei 2005.

“The Harmonised Index of Consumer Prices: concept, properties and experience to date”, juli 2005

“The Lisbon strategy – five years on”, juli 2005.

“The use of harmonised MFI interest rate statistics”, juli 2005.

“The reform of the Stability and Growth Pact”, augustus 2005.

“The role of ‘Emerging Asia’ in the global economy”, augustus 2005.

“The euro banknotes: developments and future challenges”, augustus 2005.

“Money demand and uncertainty”, oktober 2005.

“Assessing the performance of financial systems”, oktober 2005.

“Price-setting behaviour in the euro area”, november 2005.

“Developments in corporate finance in the euro area”, november 2005.

“Economic and financial relations between the euro area and Russia”, november 2005.

“The predictability of the ECB’s monetary policy”, januari 2006.

“Hedge funds: developments and policy implications”, januari 2006.

“Assessing house price developments in the euro area”, februari 2006.

“Fiscal policies and financial markets”, februari 2006.

STATISTISCH ZAKBOEK

Sinds augustus 2003 maandelijks beschikbaar.

LEGAL WORKING PAPER SERIES

- 1 “The developing EU legal framework for clearing and settlement of financial instruments” door K. M. Löber, februari 2006.

OCCASIONAL PAPER SERIES

- 22 “Assessing potential output growth in the euro area – a growth accounting perspective” door A. Musso en T. Westermann, januari 2005.
- 23 “The bank lending survey for the euro area” door J. Berg, A. Van Rixtel, A. Ferreno, G. de Bondt en S. Scopel, februari 2005.
- 24 “Wage diversity in the euro area – an overview of labour cost differentials across industries” door V. Genre, D. Momferatou en G. Mourre, februari 2005.
- 25 “Government debt management in the euro area: recent theoretical developments en changes in practices” door G. Wolswijk en J. de Haan, maart 2005.
- 26 “Analysing banking sector conditions: how to use macro-prudential indicators” door L. Mörntinen, P. Poloni, P. Senars en J. Vesala, april 2005.
- 27 “The EU budget: how much scope for institutional reform?” door H. Enderlein, J. Lindner, O. Calvo-Gonzalez en R. Ritter, april 2005.
- 28 “Regulatory reforms in selected EU network industries” door R. Martin, M. Roma en I. Vansteenkiste, april 2005.
- 29 “Wealth and asset price effects on economic activity” door F. Altissimo, E. Georgiou, T. Sastre, M. T. Valderrama, G. Sterne, M. Stocker, M. Weth, K. Whelan, A. Willman, juni 2005.
- 30 “Competitiveness en the export performance of the euro area” door een task force of the Monetary Policy Committee of the European System of Central Banks, juni 2005.
- 31 “Regional monetary integration in the member states of the Gulf Cooperation Council” door M. Sturm en N. Siegfried, juni 2005.
- 32 “Managing financial crises in emerging market economies – experience with the involvement of private sector creditors” door een International Relations Committee Task Force, juni 2005.
- 33 “Integration of securities market infrastructures in the euro area” door H. Schmiedel en A. Schönenberger, juli 2005.
- 34 “Hedge funds and their implications for financial stability” door T. Garbaravicius en F. Dierick, augustus 2005.
- 35 “The institutional framework for financial market policy in the USA seen from an EU perspective” door R. Petschnigg, september 2005.
- 36 “Economic and monetary integration of the new Member States: helping to chart the route” door J. Angeloni, M. Flad en F. P. Mongelli, september 2005.
- 37 “Financing conditions in the euro area” door L. Bê Duc, G. de Bondt, A. Calza, D. Marqués Ibáñez, A. van Rixtel en S. Scopel, oktober 2005.
- 38 “Economic reactions to public finance consolidation: a survey of the literature” door M. G. Briotti, oktober 2005.
- 39 “Labour productivity in the Nordic EU countries: a comparative overview and explanatory factors 1980-2004” door A. Annenkov en C. Madaschi, oktober 2005.

- 40 “What does European institutional integration tell us about trade integration?” door F. P. Mongelli, E. Dorrucchi en I. Agur, december 2005.
- 41 “Trends and patterns in working time across euro area countries 1970-2004: causes and consequences” door N. Leiner-Killinger, C. Madaschi en M. Ward-Warmedinger, december 2005.
- 42 “The New Basel Capital Framework and its implementation in the European Union” door F. Dierick, F. Pires, M. Scheicher en K. G. Spitzer, december 2005.
- 43 “The accumulation of foreign reserves” door een International Relations Committee Task Force, februari 2006.

WORKING PAPER SERIES

- 559 “When did unsystematic monetary policy have an effect on inflation?” door B. Mojon, december 2005.
- 560 “The determinants of ‘domestic’ original sin in emerging market economies” door A. Mehl en J. Reynaud, December 2005.
- 561 “Price setting in German manufacturing: new evidence from new survey data” door H. Stahl, december 2005.
- 562 “The price setting behaviour of Portuguese firms: evidence from survey data” door F. Martins, december 2005.
- 563 “Sticky prices in the euro area: a summary of new micro evidence” by L. J. Álvarez, E. Dhyne, M. M. Hoeberichts, C. Kwapil, H. Le Bihan, P. Lünemann, F. Martins, R. Sabbatini, H. Stahl, P. Vermeulen en J. Vilmunen, december 2005.
- 564 “Forecasting the central bank’s inflation objective is a good rule of thumb” door M. Diron en B. Mojon, december 2005.
- 565 “The timing of central bank communication” door M. Ehrmann en M. Fratzscher, december 2005.
- 566 “Real versus financial frictions to capital investment” door N. Bayraktar, P. Sakellaris en P. Vermeulen, december 2005.
- 567 “Is the time ripe for a currency union in emerging East Asia? The role of monetary stabilisation” door M. Sánchez, december 2005.
- 568 “Exploring the international linkages of the euro area: a global VAR analysis” by S. Déés, F. di Mauro, M. H. Pesaran en L. V. Smith, december 2005.
- 569 “Towards European monetary integration: the evolution of currency risk premium as a measure for monetary convergence prior to the implementation of currency unions” door F. González en S. Launonen, december 2005.
- 570 “Household debt sustainability: what explains household non-performing loans? An empirical analysis” door L. Rinaldi en A. Sanchis-Arellano, januari 2006.
- 571 “Are emerging market currency crises predictable? A test” door T. A. Peltonen, januari 2006.
- 572 “Information, habits and consumption behaviour: evidence from micro-data” door M. Kuismanen en L. Pistaferri, januari 2006.
- 573 “Credit chains and the propagation of financial distress” door F. Boissay, januari 2006.
- 574 “Inflation convergence and divergence within the European Monetary Union” door F. Buseti, L. Forni, A. Harvey en F. Venditti, januari 2006.
- 575 “Growth in euro area labour quality” door G. Schwerdt en J. Turunen, januari 2006.
- 576 “Debt-stabilising fiscal rules” door P. Michel, L. von Thadden en J.-P. Vidal, januari 2006.
- 577 “Distortionary taxation, debt and the price level” door A. Schabert en L. von Thadden, januari 2006.

- 578 “Forecasting ECB monetary policy: accuracy is (still) a matter of geography” door H. Berger, M. Ehrmann en M. Fratzscher, januari 2006.
- 579 “A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances” door J. Kremer, C. Rodrigues Braz, T. Brosens, G. Langenus, S. Momigliano en M. Spolander, januari 2006.
- 580 “Bank interest rate pass-through in the euro area: a cross-country comparison” door C. K. Sørensen en T. Werner, januari 2006.
- 581 “Public sector efficiency for new EU Member States and emerging markets” door A. Afonso, L. Schuknecht en V. Tanzi, januari 2006.
- 582 “What accounts for the changes in US fiscal policy transmission?” door F. O. Bilbiie, A. Meier en G. J. Müller, januari 2006.
- 583 “Back to square one: identification issues in DSGE models” door F. Canova en L. Sala, januari 2006.
- 584 “A new theory of forecasting” door S. Manganelli, januari 2006.
- 585 “Are specific skills an obstacle to labour market adjustment? Theory and an application to the EU enlargement” door A. Lamo, J. Messina en E. Wasmer, februari 2006.
- 586 “A method to generate structural impulse-responses for measuring the effects of shocks in structural macro models” door A. Beyer en R. E. A. Farmer, februari 2006.
- 587 “Determinants of business cycle synchronisation across euro area countries” door U. Böwer en C. Guillemineau, februari 2006.
- 588 “Rational inattention, inflation developments and perceptions after the euro cash changeover” door M. Ehrmann, februari 2006.
- 589 “Forecasting economic aggregates by disaggregates” door D. F. Hendry and K. Hubrich, februari 2006.
- 590 “The pecking order of cross-border investment” door C. Daude en M. Fratzscher, februari 2006.
- 591 “Cointegration in panel data with breaks and cross-section dependence” door A. Banerjee en J. L. Carrion-i-Silvestre, februari 2006.
- 592 “Non-linear dynamics in the euro area demand for M1” door A. Calza en A. Zaghini, februari 2006.
- 593 “Robustifying learnability” door R. J. Tetlow en P. von zur Muehlen, februari 2006.

OVERIGE PUBLICATIES

- “Recycling of euro banknotes: framework for the detection of counterfeits and fitness sorting by credit institutions and other professional cash handlers”, januari 2005.
- “Review of the international role of the euro”, januari 2005.
- “Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report”, januari 2005.
- “Banking structures in the new EU Member States”, januari 2005.
- “Progress Report on Target2”, februari 2005.
- “The implementation of monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures”, februari 2005.
- “Review of the application of the Lamfalussy framework to EU securities markets legislation”, februari 2005.
- “Payment and securities settlement systems in the European Union – Addendum incorporating 2003 figures”, februari 2005.
- “Statistics and their use for monetary and economic policy-making”, maart 2005.

“Letter from the ECB President to the Chairman of the International Accounting Standards Board of 13 april 2005: in support of the current proposal to amendments to IAS 39 – The fair value option”, april 2005.

“Euro money market study 2004”, mei 2005.

“Correspondent central banking model (CCBM) – procedure for Eurosystem counterparties”, mei 2005.

“Regional economic integration in a global framework – proceedings of the G20 Workshop held in Beijing, 22-23 September 2004”, mei 2005.

“TARGET Annual Report 2004”, mei 2005.

“The New EU Member States: Convergence and Stability”, mei 2005.

“Financial stability review”, juni 2005.

“Letter from the ECB President to Mr Nikolaos Vakalis, Member of the European Parliament”, juni 2005.

“Guide to consultation of the European Central Bank by national authorities regarding draft legislative provisions”, juni 2005.

“Assessment of SORBNET-EURO and BIREL against the Core Principles: connection of SORBNET-EURO to TARGET via the Banca d’Italia and its national RTGS system BIREL”, juni 2005.

“Information guide for credit institutions using TARGET”, juni 2005.

“Statistical classification of financial markets instruments”, juli 2005.

“Reply of the ECB to the public consultation by the CEBS on the consolidated financial reporting framework for credit institutions”, juli 2005.

“Payment and securities settlement systems in the European Union – Addendum incorporating 2003 figures (Blue Book, August 2005), (data for the period 1999-2003)”, augustus 2005.

“Eurosystem contribution to the public consultation by the European Commission on the Green Paper on Financial Services Policy (2005-2010)”, augustus 2005.

“Central banks’ provision of retail payment services in euro to credit institutions – policy statement”, augustus 2005.

“ECB statistics: a brief overview”, augustus 2005.

“Assessment of euro retail payment systems against the applicable core principles”, augustus 2005.

“Indicators of financial integration in the euro area”, september 2005.

“EU banking structures”, oktober 2005.

“EU banking sector stability”, oktober 2005.

“Second progress report on TARGET2”, oktober 2005.

“Legal aspects of the European System of Central Banks”, oktober 2005.

“European Union balance of payments/international investment position statistical methods”, november 2005.

“Large EU banks’ exposures to hedge funds”, november 2005.

“Green paper on the enhancement of the EU framework for investment funds. Eurosystem contribution to the Commission’s public consultation”, november 2005.

“The European Commission’s Green Paper on mortgage credit in the EU. Eurosystem contribution to the public consultation”, december 2005.

“Financial stability review”, december 2005.

“Review of the international role of the euro”, december 2005.

“The Eurosystem, the Union and beyond”, december 2005.

“Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in acceding countries – Statistical tables”, januari 2006.

“Data collection from credit institutions and other professional cash handlers under the Framework for banknote recycling”, januari 2006.

“Euro Money Market Survey 2005”, januari 2006.

“Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report”, februari 2006.

“Towards a Single Euro Payments Area – Objectives and Deadlines (4th Progress Report)”, februari 2006.

BROCHURES

“The current TARGET system”, augustus 2005.

“TARGET2 – innovation and transformation”, augustus 2005.

“The euro area at a glance”, augustus 2005.

LIJST VAN TERMEN

Deze lijst bevat een selectie van termen die worden gebruikt in het Jaarverslag. Een meer uitgebreide en gedetailleerde terminologielijst is te vinden op de website van de ECB.

Aandelen: effecten die de eigendom van een deelbewijs in een vennootschap vertegenwoordigen. Ze omvatten op beurzen verhandelde aandelen (genoteerde aandelen), niet-genoteerde aandelen en andere vormen van aandelen. Doorgaans genereren aandelen inkomsten in de vorm van dividenden.

Aandelenmarkt: de markt waarin **aandelen** worden uitgegeven en verhandeld.

Aanhoudingsperiode: periode waarover de nakoming van de **reserveverplichtingen** door **kredietinstellingen** wordt berekend. De aanhoudingsperiode begint op de verrekeningsdatum van de eerste **basisherfinancieringstransactie** die volgt op de vergadering van de **Raad van Bestuur** waarin de maandelijkse beoordeling van de monetaire-beleidskoers is gepland. Ten minste drie maanden vóór het begin van het jaar publiceert de **Europese Centrale Bank** een kalender van de reserve-aanhoudingsperiodes.

Algemene Raad: een van de besluitvormende organen van de **Europese Centrale Bank (ECB)**. De Algemene Raad bestaat uit de President en de Vice-President van de ECB en de presidenten van alle NCB's van het **Europees Stelsel van Centrale Banken**.

Basisherfinancieringstransactie: een op regelmatige basis door het **Eurosysteem** uitgevoerde **openmarkttransactie** in de vorm van **transacties met terugkoopverplichting**. Dergelijke transacties worden uitgevoerd via een wekelijkse standaardtender en hebben normaliter een looptijd van een week.

Basisrentetarieven van de ECB: de door de **Raad van Bestuur** vastgestelde rentetarieven, die de monetaire-beleidskoers van de **Europese Centrale Bank** weerspiegelen. Het betreft de **minimale inschrijvingsrente** voor de **basisherfinancieringstransacties**, de rente op de **marginale beleningsfaciliteit** en de rente op de **depositofaciliteit**.

Beheer en controle (corporate governance): regels, procedures en processen waarmee een organisatie wordt bestuurd en gecontroleerd. De beheer- en controlestructuur bepaalt hoe de rechten en verantwoordelijkheden worden verdeeld over de verschillende deelnemers aan de organisatie – zoals de directie, managers, aandeelhouders en andere belanghebbenden – en omschrijft de regels en procedures voor de besluitvorming.

Benchmarkportefeuille: een referentieportefeuille of -index met betrekking tot investeringen die samengesteld is op grond van de doelstellingen inzake liquiditeit, risico en rendement van de investeringen. De benchmarkportefeuille kan dienst doen als vergelijkingsbasis voor het resultaat van de eigenlijke portefeuille.

Betalingsbalans: een statistisch overzicht waarin verslag wordt uitgebracht over de economische transacties van een economie met de rest van de wereld gedurende een specifieke periode. De betalingsbalans omvat de transacties inzake goederen, diensten en inkomens, transacties met betrekking tot financiële vorderingen op en verplichtingen aan de rest van de wereld en als overdrachten bestempelde transacties (zoals kwijtschelding van schuld).

Bruto-exploitatieoverschot: het overschot (of tekort) op de outputwaarde van de productieactiviteiten na aftrek van de kosten voor intermediair verbruik, de loonsom van de werknemers en belas-

tingen minus de subsidies op productie, maar vóór het in aanmerking nemen van betalingen en ontvangen inkomsten die verband houden met het lenen/huren of de eigendom van financiële en niet-geproduceerde activa.

Centraal effectendepositosysteem (CEDS): een entiteit die instaat voor de bewaring en het beheer van effecten en die de girale verwerking van effectentransacties mogelijk maakt. Effecten kunnen worden aangehouden in een materiële (maar geïmmobiliseerde) vorm of in een gedematerialiseerde vorm (enkel als elektronische boekingen). Naast de bewaring en het beheer van effecten, kan een CEDS clearing- en verrekeningsfuncties uitoefenen.

Centrale overheid: de overheid zoals ze in het **Europees Systeem van Rekeningen 1995** wordt gedefinieerd, maar met uitzondering van de deelstaatoverheid en de lagere overheid (zie ook **overheid**).

Centrale tegenpartij: een entiteit die een plaats inneemt tussen de **tegenpartijen** bij transacties, door op te treden als koper voor iedere verkoper en als verkoper voor iedere koper.

Depositofaciliteit: een **permanente faciliteit** van het **Eurosysteem** die door **tegenpartijen** kan worden benut om bij een NCB girale deposito's te plaatsen tegen een tevoren vastgestelde rentevoet (zie ook **basisrentetarieven van de ECB**).

Deviezenswap: gelijktijdige contant- en termijntransacties, waarbij een valuta tegen een andere valuta wordt verhandeld.

Directe investeringen: grensoverschrijdende investeringen met het oog op het verwerven van een duurzaam belang in een in een andere economie ingezeten onderneming (in de praktijk wordt uitgegaan van een eigendom die overeenstemt met minstens 10% van de gewone aandelen of stemrechten).

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

Ecofin-Raad: de vergadering van de EU-Raad in de samenstelling van de Ministers van Economische Zaken en Financiën.

Economisch en Financieel Comité (EFC): een communautair overlegorgaan dat meewerkt aan de voorbereiding van de werkzaamheden van de **Ecofin-Raad**. De taken van het EFC omvatten het volgen van de economische en financiële situatie van de lidstaten en de Gemeenschap, alsook het toezicht op de begroting.

Economische analyse: een van de pijlers van het kader van de **Europese Centrale Bank** waarbinnen een uitgebreide analyse van de risico's voor de **prijsstabiliteit** wordt gemaakt, die ten grondslag ligt aan de monetaire-beleidsbeslissingen van de **Raad van Bestuur**. De economische analyse richt zich primair op de beoordeling van de huidige economische en financiële ontwikkelingen en de daaruit voortvloeiende korte- tot middellange-termijnrisico's voor de prijsstabiliteit vanuit het perspectief van de wisselwerking tussen vraag en aanbod in de goederen-, diensten- en factormarkten tot die tijdhorizons. Gepaste aandacht wordt besteed aan de noodzaak de aard van de schokken die de economie beïnvloeden in kaart te brengen, alsmede hun effecten op het beloop van

kosten en prijzen en de korte- tot middellange-termijnvooruitzichten voor hun doorwerken in de economie (zie ook **monetaire analyse**).

Economische en Monetaire Unie (EMU): het proces dat leidde tot de eenheidsmunt (de euro) en het gemeenschappelijke monetaire beleid in het **eurogebied**, alsook tot de coördinatie van het economische beleid van de EU-lidstaten. Zoals bepaald in het **Verdrag**, voltrok dit proces zich in drie fasen. De derde en laatste fase ging van start op 1 januari 1999 met de overdracht van de monetaire bevoegdheden aan de **Europese Centrale Bank** en de invoering van de euro. De vorming van de EMU werd voltooid met de overgang op de chartale euro op 1 januari 2002.

Effectenafwikkelingssysteem: systeem dat het aanhouden en de overdracht van effecten mogelijk maakt, hetzij gratis, hetzij tegen betaling (levering tegen betaling) of tegen een ander activum (levering tegen levering). Het omvat alle institutionele en technische regelingen voor de afwikkeling van effectentransacties en de bewaarneming van effecten. Een dergelijk systeem kan werken op basis van real-time brutoverrekening, brutoverrekening of nettoverrekening. Met behulp van een afwikkelingssysteem kunnen de verplichtingen van de deelnemers worden berekend (clearing).

Effectenverkeer: nettotransacties en/of -posities van ingezetenen van het **eurogebied** in door niet-ingezetenen van het eurogebied uitgegeven effecten ("activa") en nettotransacties en/of -posities van niet-ingezetenen in door ingezetenen van het eurogebied uitgegeven effecten ("passiva"). Het betreft aandelen en **schuldbewijzen** (obligaties en notes, en **geldmarktinstrumenten**), met uitzondering van de bedragen die worden geregistreerd in **directe investeringen** of externe reserves.

Effectieve wisselkoersen van de euro (nominaal/reëel): gewogen gemiddelden van bilaterale wisselkoersen van de euro ten opzichte van de valuta's van de belangrijke handelspartners van het **eurogebied**. De **Europese Centrale Bank** publiceert indices van de nominale effectieve wisselkoersen van de euro in vergelijking met twee groepen van handelspartners: een groep van 23 handelspartners (die bestaat uit de 13 niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten en 10 belangrijke handelspartners buiten de EU) en een groep van 42 handelspartners (die de groep van 23 handelspartners plus 19 andere landen omvat). De gebruikte gewichten weerspiegelen het aandeel van elk partnerland in de handel van het eurogebied en vertegenwoordigen de concurrentie op derde markten. Reële effectieve wisselkoersen zijn nominale effectieve wisselkoersen gedefleerd aan de hand van het gewogen gemiddelde van het verschil tussen buiten- en binnenlandse prijzen of kosten. Zij zijn dan ook een maatstaf voor het prijs- en kostenconcurrentievermogen.

EONIA (euro overnight index average): een maatstaf voor de effectieve rente die van toepassing is op de interbancaire eurodaggeldmarkt. De EONIA wordt berekend als een gewogen gemiddelde van de rente over in euro luidende leningen tot de volgende ochtend zonder onderpand, zoals meegedeeld door een groep van deelnemende banken.

ERM II (exchange rate mechanism II): het wisselkoersstelsel dat het kader vormt voor samenwerking op het gebied van wisselkoersbeleid tussen de landen van het **eurogebied** en de EU-lidstaten die niet deelnemen aan de derde fase van de **Economische en Monetaire Unie**.

EURIBOR (euro interbank offered rate): de rente waartegen een primaire bank bereid is kredieten in euro te verlenen aan een andere primaire bank, zoals meegedeeld door een groep van deelnemende banken. De EURIBOR wordt dagelijks berekend voor interbancaire deposito's met verschillende looptijden van ten hoogste twaalf maanden.

Eurogebied: het gebied dat die lidstaten omvat die de euro als gemeenschappelijke munteenheid hebben aangenomen, overeenkomstig het **Verdrag**, en waar, onder de verantwoordelijkheid van de **Raad van Bestuur** van de **Europese Centrale Bank**, een gemeenschappelijk monetair beleid wordt gevoerd. Momenteel omvat het eurogebied België, Duitsland, Griekenland, Spanje, Frankrijk, Ierland, Italië, Luxemburg, Nederland, Oostenrijk, Portugal en Finland.

Europees Monetair Instituut (EMI): een tijdelijke instelling, opgericht bij de aanvang van de tweede fase van de **Economische en Monetaire Unie** op 1 januari 1994. Op 1 juni 1998, bij de oprichting van de **Europese Centrale Bank**, werd het EMI ontbonden.

Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB): bestaat uit de **Europese Centrale Bank (ECB)** en de NCB's van alle 25 EU-lidstaten, dat wil zeggen dat het naast de leden van het **Eurosysteem** ook de NCB's omvat van die lidstaten die nog niet aan de euro deelnemen. Het ESCB wordt bestuurd door de **Raad van Bestuur** en de **Directie** van de ECB en een derde besluitvormend orgaan van de ECB, de **Algemene Raad**.

Europees Systeem van Rekeningen 1995 (ESR 1995): een uitgebreid en geïntegreerd systeem van macro-economische rekeningen op basis van een reeks internationaal overeengekomen statistische concepten, definities, classificaties en boekhoudregels, dat tot doel heeft een geharmoniseerde kwantitatieve beschrijving tot stand te brengen van de economieën van de EU-lidstaten. Het ESR 1995 is de communautaire versie van het mondiale Stelsel van Nationale Rekeningen 1993 (SNA 93).

Europese Centrale Bank (ECB): de ECB bevindt zich in het centrum van het **Eurosysteem** en het **Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB)** en bezit een eigen rechtspersoonlijkheid in overeenstemming met het Verdrag (Artikel 107(2)). Ze ziet erop toe dat de aan het Eurosysteem en het ESCB toevertrouwde taken worden uitgevoerd door middel van haar eigen werkzaamheden of door die van de NCB's, zoals voorzien in de Statuten van het ESCB. De ECB wordt bestuurd door de **Raad van Bestuur**, de **Directie** en een derde besluitvormend orgaan, de **Algemene Raad**.

Eurosysteem: het centrale-bankstelsel van het **eurogebied**. Het omvat de **Europese Centrale Bank** en de NCB's van die lidstaten die in de derde fase van de **Economische en Monetaire Unie** op de euro zijn overgegaan.

“Fine-tuning”-transactie: een door het **Eurosysteem** uitgevoerde **open-markttransactie** die dient om onverwachte fluctuaties in de liquiditeitsverhoudingen in de markt op te vangen. De frequentie en de looptijd van de “fine-tuning”-transacties zijn niet gestandaardiseerd.

Geconsolideerde balans van de MFI-sector: wordt verkregen door het salderen van de onderlinge **MFI**-posities (bijvoorbeeld onderlinge MFI-leningen en deposito's) op de geaggregeerde balans van de MFI's. Ze verschaft statistische informatie over de activa en passiva van de MFI-sector ten opzichte van de niet tot die sector behorende ingezetenen van het **eurogebied** (de **overheid** en andere ingezetenen van het eurogebied) en van de niet-ingezetenen van het eurogebied. Het is de belangrijkste statistische bron voor de berekening van de monetaire aggregaten en vormt de basis voor de periodieke analyse van de tegenposten van **M3**.

Geharmoniseerde consumptieprijsindex (HICP): een maatstaf van de consumptieprijsen die wordt samengesteld door Eurostat en voor alle EU-lidstaten geharmoniseerd is.

Geldmarkt: de markt waarin korte-termijngelden worden opgehaald, belegd en verhandeld met behulp van instrumenten die gewoonlijk een oorspronkelijke looptijd van ten hoogste een jaar hebben.

Impliciete volatiliteit: de verwachte volatiliteit (standaardafwijking) in het veranderingstempo van de prijs van een activum (bijvoorbeeld een aandeel of een obligatie). Deze volatiliteit kan worden afgeleid uit de prijs en de vervaldag van een activum, de uitoefenprijs van de opties op dit activum, alsook uit het risicoloos rendement, door gebruik te maken van een optieprijsmodel, zoals het model van Black en Scholes.

Internationale investeringspositie (i.i.p.): de waarde en samenstelling van de uitstaande netto financiële vorderingen (of financiële verplichtingen) van een economie ten opzichte van de rest van de wereld.

Kandidaat-lidstaten: landen waarmee de onderhandelingen over toetreding tot de EU zijn begonnen. Op 3 oktober 2005 werden onderhandelingen gestart met Kroatië en Turkije.

Kosten van externe financiering voor niet-financiële ondernemingen (reëel): de kosten van niet-financiële ondernemingen voor het aantrekken van nieuwe externe middelen. Voor de niet-financiële ondernemingen van het **eurogebied** worden deze kosten berekend als een gewogen gemiddelde van de kosten van bankkredieten, de kosten van **schuldbewijzen** en de kosten van aandelen, op basis van de uitstaande bedragen (gecorrigeerd voor waarderingseffecten) en gedeftleerd aan de hand van de verwachte inflatie.

Kredietinstelling: (i) een onderneming waarvan de werkzaamheden bestaan in het van het publiek in ontvangst nemen van deposito's of van andere opvorderbare gelden en het verlenen van kredieten voor eigen rekening, of (ii) een niet onder (i) ressorterende onderneming of elke andere rechtspersoon die betaalmiddelen in de vorm van elektronisch geld uitgeeft.

Kredietrisico: het risico dat een **tegenpartij** een verplichting niet volledig zal nakomen, hetzij op de vervaldag hetzij op enig later tijdstip. Het kredietrisico omvat de risico's betreffende de vervangingskosten en de hoofdsom, alsook het risico dat de verrekenende bank in gebreke blijft.

Kredietverlening van MFI's aan ingezetenen van het eurogebied: leningen van **MFI's** aan niet tot de MFI-sector behorende ingezetenen van het **eurogebied** (met inbegrip van de **overheid** en de particuliere sector) en door MFI's aangehouden effecten (aandelen, andere deelbewijzen en **schuldbewijzen**), uitgegeven door niet tot de MFI-sector behorende ingezetenen van het eurogebied.

Langerlopende financiële passiva van de MFI's: deposito's met een vaste looptijd van meer dan twee jaar, deposito's met een opzegtermijn van meer dan drie maanden, door **MFI's** in het **eurogebied** uitgegeven **schuldbewijzen** met een oorspronkelijke looptijd van meer dan twee jaar en het kapitaal en de reserves van de MFI-sector in het eurogebied.

Langerlopende herfinancieringstransactie: een op regelmatige basis door het **Eurosysteem** uitgevoerde **open-markttransactie** in de vorm van **transacties met terugkoopverplichting**. Dergelijke transacties worden uitgevoerd via een maandelijkse standaardtender en hebben normaliter een looptijd van drie maanden.

Liquiditeitsrisico: het risico dat een **tegenpartij** een verplichting niet volledig zal nakomen op de vervaldag, maar op een niet nader omschreven latere datum.

Lissabonstrategie: een veelomvattende agenda van structurele hervormingen die in 2000 werd opgesteld door de Europese Raad van Lissabon, met als bedoeling de EU om te vormen tot “de meest concurrerende en dynamische kenniseconomie ter wereld”.

M1: een eng monetair aggregaat, dat de geldomloop omvat plus de bij **MFI's** en de **centrale overheid** (bijvoorbeeld de Post of de Schatkist) aangehouden girale deposito's.

M2: een intermediair monetair aggregaat dat **M1** omvat plus de bij **MFI's** en de **centrale overheid** aangehouden deposito's met een opzegtermijn van ten hoogste drie maanden (kortlopende spaardeposito's) en deposito's met een vaste looptijd van ten hoogste twee jaar (kortlopende termijndeposito's).

M3: een ruim monetair aggregaat dat bestaat uit **M2** en verhandelbare instrumenten, voornamelijk **repo-overeenkomsten**, aandelen/participaties in **geldmarktfondsen** en **schuldbewijzen** met een looptijd van ten hoogste twee jaar die door de **MFI's** zijn uitgegeven.

Marginale beleningsfaciliteit: een **permanente faciliteit** van het **Eurosysteem** die door **tegenpartijen** kan worden benut om van een NCB krediet tot de volgende ochtend te verkrijgen tegen een tevoren vastgestelde rentevoet, op onderpand van beleenbare activa (zie ook **basisrentetarieven van de ECB**).

MFI's (monetaire financiële instellingen): 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 voor eigen rekening (tenminste in economische zin) krediet te verstrekken en/of in effecten te beleggen. De laatstgenoemde groep bestaat hoofdzakelijk uit **geldmarktfondsen**.

MFI-rentetarieven: de rentevoeten die door ingezeten **kredietinstellingen** en andere **MFI's**, met uitzondering van centrale banken en **geldmarktfondsen**, worden toegepast op in euro luidende deposito's en leningen ten opzichte van in de landen van het **eurogebied** ingezeten huishoudens en niet-financiële ondernemingen.

Minimale inschrijvingsrente: de laagste rentevoet waartegen de **tegenpartijen** mogen inschrijven op variabele-rentetenders voor de **basisherfinancieringstransacties**. Dit is een van de **basisrentetarieven van de ECB** die de monetaire-beleidskoers weerspiegelen.

Monetair inkomen: het inkomen dat de NCB's bij de uitoefening van de monetaire-beleidstaken van het **Eurosysteem** verkrijgen uit activa die conform de richtlijnen van de **Raad van Bestuur** worden geoormdet en aangehouden als tegenpost voor de in omloop zijnde bankbiljetten en de depositoverplichtingen aan **kredietinstellingen**.

Monetaire analyse: een van de pijlers van het kader van de **Europese Centrale Bank** waarbinnen een uitgebreide analyse van de risico's voor de **prijstabiliteit** wordt gemaakt, die ten grondslag ligt aan de monetaire-beleidsbeslissingen van de **Raad van Bestuur**. De monetaire analyse draagt bij tot de beoordeling van de middellange- tot lange-termijntendensen van de inflatie, gezien de nauwe

relatie die bestaat tussen de geldhoeveelheid en de prijzen over langere tijdhorizonten. Ze houdt rekening met de ontwikkelingen in een breed scala van monetaire indicatoren, met inbegrip van **M3**, de componenten en tegenposten van M3 (met name krediet) en verschillende maatstaven van overliquiditeit (zie ook **economische analyse**).

Netto externe activa van de MFI's: de externe activa van de **MFI**-sector in het **eurogebied** (zoals goud, bankbiljetten en muntstukken in buitenlandse valuta, door niet-ingezetenen van het eurogebied uitgegeven schuldbewijzen en aan niet-ingezetenen van het eurogebied verstrekte leningen), minus de externe passiva van de MFI-sector in het eurogebied (zoals deposito's van niet-ingezetenen van het eurogebied en **repo-overeenkomsten**, alsook de door hen aangehouden aandelen/participaties in **geldmarkt**fondsen en door MFI's uitgegeven **schuldbewijzen** met een looptijd van ten hoogste twee jaar).

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

Onderpand: activa die in pand zijn gegeven of op een andere manier overgedragen (bijvoorbeeld door **kredietinstellingen** aan centrale banken) als garantie voor de aflossing van leningen, alsook activa verkocht (bijvoorbeeld door kredietinstellingen aan centrale banken) in het kader van **repo-overeenkomsten**.

Open-markttransactie: een op initiatief van de centrale bank op de financiële markt uitgevoerde transactie. Wat doelstellingen, frequentie en procedures betreft, kunnen de open-markttransacties van het **Eurostelsel** in vier categorieën worden verdeeld: **basisherfinancieringstransacties**, **lan-gerlopende herfinancieringstransacties**, **“fine-tuning”-transacties** en structurele transacties. **Transacties met terugkoopverplichting** vormen het belangrijkste open-marktinstrument van het Eurostelsel en kunnen voor alle vier soorten transacties worden gebruikt. Voor het uitvoeren van structurele transacties beschikt het Eurostelsel bovendien over de uitgifte van schuldbewijzen en rechtstreekse aan- en verkopen van waardepapieren, terwijl “fine-tuning”-transacties kunnen worden uitgevoerd via rechtstreekse aan- en verkopen van waardepapieren, **deviezenswaps** en het aantrekken van termijndeposito's.

Optie: een financieel instrument dat de bezitter het recht geeft, maar niet de verplichting oplegt, specifieke activa (bijvoorbeeld 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).

Overheid: volgens de definitie van het **Europees Stelsel van Rekeningen 1995** bestaat deze sector uit ingezeten entiteiten die zich in hoofdzaak bezighouden met de productie van niet-marktgoederen en -diensten bestemd voor individueel of collectief gebruik en/of met de herverdeling van het nationale inkomen en het nationale vermogen. De sector omvat de centrale overheid, de deelstaatoverheid, de lagere overheid, alsook de sociale-verzekeringsinstellingen. Entiteiten in overheidshanden die commerciële transacties uitvoeren, zoals overheidsbedrijven, worden niet tot de overheid gerekend.

Overige financiële intermediairs (OFI's): een onderneming of quasi-onderneming (met uitzondering van verzekeringsinstellingen of pensioenfondsen) met als hoofdfunctie financiële intermediactie door het aangaan van schulden anders dan in de vorm van valuta's, deposito's en/of daarmee vergelijkbare financiële titels bij andere institutionele eenheden dan MFI's. Het betreft in het bijzonder eenheden die zich hoofdzakelijk toelagen op lange-termijnfinanciering, zoals instellingen

met als functie financiële lease, lege financiële instellingen die zijn opgericht voor het houden van effecten, financiële holdings, handelaren in effecten en derivaten (als ze voor eigen rekening handelen), risicokapitaal- en ontwikkelingskapitaalmaatschappijen.

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

Prijsstabiliteit: het handhaven van de prijsstabiliteit is de voornaamste doelstelling van het **Eurosysteem**. De **Raad van Bestuur** definieert prijsstabiliteit als een jaarlijkse stijging van de **geharmoniseerde consumptieprijsindex** voor het **eurogebied** van minder dan 2%. De Raad van Bestuur verduidelijkt tevens met het oog op prijsstabiliteit te streven naar een inflatiecijfer, op de middellange termijn, van minder dan maar nabij 2%.

Primair saldo: nettofinancieringsbehoefte of -vermogen van de overheid exclusief rentebetalingen op geconsolideerde overheidsschulden.

Procedure bij buitensporige tekorten: artikel 104 van het **Verdrag**, dat nader wordt toegelicht in 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. Artikel 104 wordt aangevuld door Verordening (EG) nr. 1467/97 van de Raad van 7 juli 1997 inzake de bespoediging en verduidelijking van de toepassing van de procedure bij buitensporige tekorten (zoals gewijzigd bij Verordening (EG) nr. 1056/2005 van de Raad van 27 juni 2005), die deel uitmaakt van het **stabiliteits- en groeipact**.

Projecties: de resultaten van viermaal per jaar uitgevoerde prognoses van mogelijke toekomstige macro-economische ontwikkelingen in het **eurogebied**. De projecties door medewerkers van het **Eurosysteem** worden gepubliceerd in juni en december, terwijl de projecties door medewerkers van de **Europese Centrale Bank (ECB)** worden bekendgemaakt in maart en september. Ze maken deel uit van de **economische analyse** van de monetaire-beleidsstrategie van de ECB en zijn derhalve één van de verschillende invalshoeken voor de beoordeling van de risico's voor **prijsstabiliteit** door de **Raad van Bestuur**.

Raad van Bestuur: het hoogste besluitvormende orgaan van de **Europese Centrale Bank (ECB)**. De Raad van Bestuur bestaat uit alle leden van de **Directie** van de ECB en de presidenten van de NCB's van de lidstaten die op de euro zijn overgegaan.

Referentiewaarde voor de groei van M3: het jaarlijkse groeitempo van **M3** dat op middellange termijn overeenstemt met het behoud van de **prijsstabiliteit**. Momenteel belooft de referentiewaarde voor de jaarlijkse groei van M3 4¹/₂%.

Repo-overeenkomst: een overeenkomst waarbij de verkoper van een activum er zich tegelijkertijd toe verbindt dit activum tegen een vastgestelde prijs op een vooraf bepaalde datum of op verzoek opnieuw aan te kopen. Een dergelijke overeenkomst is vergelijkbaar met het opnemen van krediet op onderpand, met dit verschil dat de verkoper de eigendom van de effecten niet behoudt.

Reservebasis: de som van de in aanmerking komende balansposten (voornamelijk passiva) die de basis vormen voor de berekening van de **reserveverplichtingen** van een **kredietinstelling**.

Reserveratio: een door de centrale bank vastgesteld percentage voor elke categorie in aanmerking komende balansposten die deel uitmaken van de **reservebasis**. De ratio wordt gebruikt voor de berekening van de **reserveverplichtingen**.

Reserveverplichtingen: het minimumbedrag aan reserves dat een **kredietinstelling** bij het **Euro-systeem** dient aan te houden. Het naleven van de reserveverplichtingen wordt beoordeeld op grond van de gemiddelde dagelijkse saldi gedurende een **aanhoudingsperiode**.

RTGS-systeem (real-time gross settlement system): een brutoverrekeningsstelsel waarbij betalingsopdrachten één-voor-één en continu verwerkt en verrekend worden (zonder saldering) (zie ook **TARGET**).

Schuldbewijs: een belofte van de emittent (d.w.z. de kredietnemer) om op een bepaald tijdstip of bepaalde tijdstippen in de toekomst een of meerdere betalingen aan de houder (de kredietverstrekker) te doen. Dergelijke effecten dragen doorgaans een specifieke rente (coupon) en/of worden verkocht op discontobasis. Schuldbewijzen met een oorspronkelijke looptijd van meer dan een jaar worden als langlopend beschouwd.

Stabiliteits- en groeipact: het stabiliteits- en groeipact heeft tot doel in de derde fase van de **Economische en Monetaire Unie** gezonde overheidsfinanciën te garanderen om betere voorwaarden te creëren voor **prijstabiliteit** en sterke, duurzame groei en aldus de werkgelegenheid te bevorderen. Daartoe schrijft het pact voor dat de lidstaten begrotingsdoelstellingen op de middellange termijn moeten opstellen. Het bevat eveneens concrete bepalingen inzake de **procedure bij buitensporige tekorten**. Het pact omvat de tijdens de Europese Raad van Amsterdam op 17 juni 1997 goedgekeurde Resolutie betreffende het stabiliteits- en groeipact en twee verordeningen van de Raad, namelijk (i) Verordening (EG) nr. 1466/97 van de Raad van 7 juli 1997, over de versterking van het toezicht op begrotingssituaties en het toezicht op en de coördinatie van het economisch beleid, zoals gewijzigd bij Verordening (EG) 1055/2005 van 27 juni 2005, en (ii) Verordening (EG) nr. 1467/97 van 7 juli 1997 inzake de bespoediging en verduidelijking van de tenuitvoerlegging van de procedure bij buitensporige tekorten, zoals gewijzigd bij Verordening (EG) 1056/2005 van 27 juni 2005. Het stabiliteits- en groeipact wordt aangevuld door het verslag van de Ecofin-Raad met als titel “De uitvoering van het stabiliteits- en groeipact verbeteren”, dat werd goedgekeurd door de Europese Raad van Brussel op 22 en 23 maart 2005. Het wordt eveneens aangevuld door de nieuwe gedragscode, met als titel “Specifications on the implementation of the Stability and Growth Pact and Guidelines on the format and content of Stability and Convergence Programmes”, die door de Ecofin-Raad werd goedgekeurd op 11 oktober 2005.

Straight-through processing (STP): de geautomatiseerde “end-to-end”-verwerking van transacties en betalingen, met inbegrip van de automatische aanmaak, bevestiging, clearing en verrekening van instructies.

Systeemrisico: het risico dat het onvermogen van een instelling om haar verplichtingen op de vervaldag na te komen ertoe zal leiden dat andere instellingen hun verplichtingen op de vervaldag niet kunnen nakomen. Een dergelijk in gebreke blijven kan aanleiding geven tot aanzienlijke liquiditeits- of kredietproblemen en zou dientengevolge de stabiliteit van of het vertrouwen in de markten kunnen bedreigen.

TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system): het real-time brutoverrekeningssysteem (**RTGS-systeem**) voor de euro. Het is een gedecentraliseerd systeem dat bestaat uit 16 nationale RTGS-systemen, het betalingsmechanisme van de ECB en het koppelingssysteem (interlinking).

TARGET2: een nieuwe generatie van het **TARGET**-systeem waarin de bestaande gedecentraliseerde technische structuur zal worden vervangen door een gemeenschappelijk platform dat een geharmoniseerde dienstverlening biedt met een uniform tarievenstelsel.

Tegenpartij: de andere partij bij een financiële transactie (bijvoorbeeld elke partij die een transactie aangaat met de centrale bank).

Toetredende landen: landen die het toetredingsverdrag hebben ondertekend. Bulgarije en Roemenië deden dat op 25 april 2005.

Transactie met terugkoopverplichting: een transactie waarbij de centrale bank activa koopt of verkoopt krachtens een **repo-overeenkomst** of kredieten verleent tegen **onderpand**.

Verdrag: verwijst naar het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap (“Verdrag van Rome”). Het Verdrag werd verschillende keren gewijzigd, in het bijzonder door het Verdrag betreffende de Europese Unie (“Verdrag van Maastricht”), dat de grondslag vormde voor de **Economische en Monetaire Unie** en de Statuten van het **ESCB** bevatte.

Verrekeningsrisico: een algemene term voor het risico dat de verrekening in een betalingssysteem niet volgens verwachting plaatsvindt. Dit kan zowel het **krediet-** als het **liquiditeitsrisico** betreffen.

Winstgevendheid (corporate profitability): een maatstaf voor de prestaties van ondernemingen op het vlak van winstgevendheid, hoofdzakelijk in verhouding tot hun omzet, activa of eigen vermogen. Er bestaan een aantal verschillende ratio's inzake winstgevendheid, gebaseerd op de jaarrekeningen van de ondernemingen, zoals de verhouding van het bedrijfsresultaat (omzet min bedrijfskosten) tot de omzet, de verhouding van het nettoresultaat (bedrijfsresultaat en resultaat uit andere activiteiten, na belastingen, afschrijvingen en buitengewone baten en lasten) tot de omzet, het rendement op de activa (dat het nettoresultaat relateert aan de totale activa) en het rendement op het eigen vermogen (dat het nettoresultaat relateert aan het eigen vermogen). Op macro-economisch niveau wordt als maatstaf voor de winstgevendheid vaak gebruik gemaakt van het **bruto-exploitatietooverschot**, op basis van de nationale rekeningen, bijvoorbeeld in verhouding tot het bbp of de toegevoegde waarde.

ISSN 1561459-X



9 771561 459002