



EUROPESE CENTRALE BANK

EUROSYSTEEM

MAANDBERICHT 10-JARIG BESTAAN VAN DE ECB

1998 - 2008

SPECIALE UITGAVE VAN HET
MAANDBERICHT
TER GELEGENHEID VAN
HET TIENJARIG BESTAAN VAN DE ECB

10

EUROPESE CENTRALE BANK



EUROSYSTEEM
DE EERSTE TIEN JAAR



EUROPESE CENTRALE BANK

EUROSYSTEEM



**SPECIALE UITGAVE VAN HET
MAANDBERICHT
TER GELEGENHEID VAN
HET TIENJARIG BESTAAN
VAN DE ECB**

In 2008 verschijnt
in alle publicaties
van de ECB een
motief van het
bankbiljet van
EUR 10.



© Europese Centrale Bank, 2008

Adres

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt/Main
Duitsland

Postadres

Postfach 16 03 19
60066 Frankfurt/Main
Duitsland

Telefoon

+49 69 13 44 0

Internet

www.ecb.int

Fax

+49 69 13 44 60 00

Dit Maandbericht is tot stand gekomen onder de verantwoordelijkheid van de Directie van de ECB. De vertalingen worden gemaakt en gepubliceerd door de nationale centrale banken.

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

Foto's:

*ESKQ
EUMETSAT
Claudio Hils
Martijn Joppen*

De statistieken in deze uitgave zijn afgesloten op 9 april 2008.

ISSN 1561-0314 Print versie
ISSN 1725-3004 Online versie



INHOUD

VOORWOORD	05	Kaders:	
		1 De modellering van de economie van het eurogebied	38
HISTORISCHE CONTEXT	09	2 De belangrijkste door de ECB gebruikte communicatie-instrumenten en -kanalen	55
		3 Het onderpandskader van het Eurosysteem	60
INLEIDING	13	4 Het transmissiemechanisme van het monetaire beleid	65
		5 De hardnekkigheid van de inflatie en de determinanten van de loondynamiek	90
HET INSTITUTIONELE KADER EN DE WERKING VAN HET EUROGEBIED	23	6 Voorlopige bevindingen van het ECB-onderzoek inzake financiële ontwikkeling	119
		7 Rol van de geharmoniseerde consumptieprijsindex	154
DE MONETAIRE-BELEIDSSTRATEGIE VAN DE ECB EN DE TENUITVOERLEGGING ERVAN	35		
ECONOMISCHE BELEIDSUITDAGINGEN EN DE UITBREIDING VAN HET EUROGEBIED	73		
DE INVLOED VAN DE EURO OP DE HANDEL EN DE KAPITAALSTROMEN EN ZIJN INTERNATIONALE ROL	99		
FINANCIËLE INTEGRATIE	115		
FINANCIËLE STABILITEIT EN FINANCIËEL TOEZICHT	133		
STATISTIEKEN	151		
EUROBANKBILJETTEN - EEN TASTBAAR SYMBOOL VAN INTEGRATIE	159		
AFSLUITENDE OPMERKINGEN	165		
BIJLAGE			
10 Jaar statistieken voor het eurogebied en vergelijking ervan met die voor andere grote economische gebieden	165		

AFKORTINGEN

LANDEN

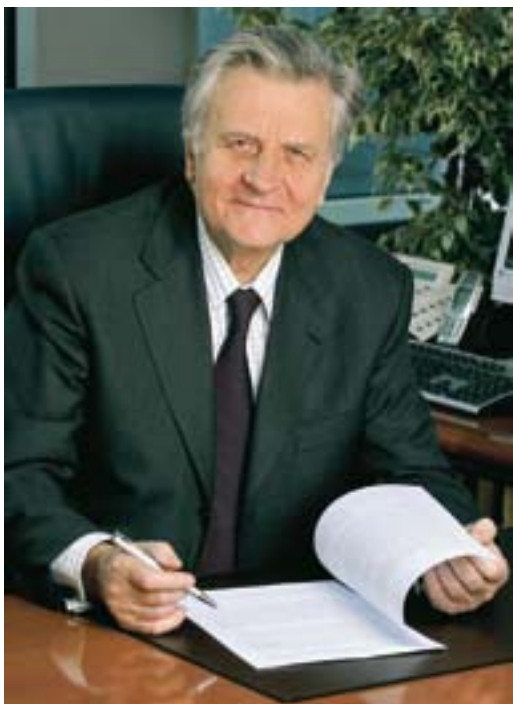
BE	België	HU	Hongarije
BG	Bulgarije	MT	Malta
CZ	Tsjechische Republiek	NL	Nederland
DK	Denemarken	AT	Oostenrijk
DE	Duitsland	PL	Polen
EE	Estland	PT	Portugal
IE	Ierland	RO	Roemenië
GR	Griekenland	SI	Slovenië
ES	Spanje	SK	Slowakije
FR	Frankrijk	FI	Finland
IT	Italië	SE	Zweden
CY	Cyprus	UK	Verenigd Koninkrijk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

ANDERE AFKORTINGEN

bbp	bruto binnenlands product
BIS	Bank voor International Settlements
BPM5	IMF Balance of Payments Manual (5e editie)
CD's	depositocertificaten
c.i.f.	c.i.f. aan de grens van het importerende land
CPI	consumptieprijsindex
ECB	Europese Centrale Bank
EMI	Europees Monetair Instituut
EMU	Economische en Monetaire Unie
ESCB	Europees Stelsel van Centrale Banken
ESR 95	Europees System van Rekeningen 1995
EU	Europese Unie
EUR	euro
f.o.b.	f.o.b. aan de grens van het exporterende land
HICP	geharmoniseerde consumptieprijsindex
ILO	Internationale Arbeidsorganisatie
IMF	Internationaal Monetair Fonds
MFI's	monetaire financiële instellingen
NACE Rev. 1	Statistische indeling van de economische bedrijvigheid in de Europese Gemeenschap
OESO	Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling
PPI	Producentenprijsindex
SITC Rev. 3	Standard International Trade Classification (revision 3)

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

VOORWOORD



De Europese Centrale Bank (ECB) is op 1 juni 1998 opgericht en werd de onafhankelijke centrale bank voor de gemeenschappelijke munt van Europa, de euro, die in januari 1999 van start ging. Een gemeenschappelijke munt tussen een groep landen kan niet bestaan zonder een gemeenschappelijke centrale bank en een gemeenschappelijk stelsel van centrale banken. Daarom is aan de ECB en het Europees Stelsel van Centrale Bank (ESCB), dat bestaat uit de ECB en de centrale banken van alle lidstaten van de Europese Unie (EU), het mandaat toegekend de prijsstabiliteit te handhaven en de geloofwaardigheid van de euro te waarborgen.

In mei 1998 heeft de Europese Raad een van de ingrijpendste beslissingen in de geschiedenis van de Europese integratie genomen. De leiders van de Europese Unie (EU) besloten toen dat 11 lidstaten voldeden aan de voorwaarden voor aanneming van de euro. Deze mijlpaal vond zijn oorsprong in het Verdrag van Maastricht van 1992, dat vorm gaf aan het institutionele kader van het ESCB. Het Verdrag tilde het monetair beleid naar een supranationaal niveau en schermde het af van alle vormen van druk, waaronder die van overheden, en garandeerde zo de volledige onafhanke-

lijkheid van de ECB. Het Verdrag kende tevens de ECB het alleenrecht toe machtiging te geven tot de uitgifte van bankbiljetten.

De onderhandelingen over het Verdrag van Maastricht en de ratificatie ervan door de nationale parlementen vonden plaats op grond van de aanname dat alle leden van de EU in de loop der tijd op de euro zouden overgaan en derhalve dat het ESCB alle taken in verband met de eenheidsmunt zou uitvoeren. Tot dat moment daar is speelt echter een groep centrale banken binnen het ESCB – het zogeheten “Eurosysteem”, dat bestaat uit de ECB en de centrale banken van de landen van het eurogebied – de hoofdrol. Het belangrijkste besluitvormende orgaan van het Eurosysteem is de Raad van Bestuur van de ECB, die bestaat uit de zes leden van de Directie van de ECB en de presidenten van de nationale centrale banken van de landen van het eurogebied.

De Raad van Bestuur van de ECB heeft prijsstabiliteit gedefinieerd als een positief inflatiecijfer van onder 2%, en heeft bekendgemaakt ernaar te streven de inflatie op de middellange termijn onder, maar dicht bij 2% te houden. Gedurende bijna tien jaar is, over het geheel genomen, gezorgd voor prijsstabiliteit, ondanks het feit dat Europa en de rest van de wereld te kampen hebben gehad met sterke stijgingen van de mondiale grondstoffenprijzen – waarop monetair beleid geen directe invloed heeft –, hetgeen ertoe heeft geleid dat de gemiddelde inflatie sinds de introductie van de euro licht boven 2% ligt. Dit is een opmerkelijk resultaat, gezien alle schokken die zich gedurende die periode hebben voorgedaan en de prestaties van de aan het eurogebied deelnemende economieën. In de tientallen jaren vóór de introductie van de euro lag het gemiddelde inflatiepercentage op jaarbasis in de respectieve landen aanzienlijk hoger dan in het eurogebied gedurende de laatste tien jaar.

Stabiele prijzen zijn van essentieel belang. Niet alleen omdat zij de waarde van de inkomens van al onze medeburgers, maar in het bijzonder die van de meest kwetsbaren en armsten onder hen, beschermen, maar ook omdat het verwezenlijken van prijsstabiliteit en het geloofwaardig zijn in



de verwezenlijking ervan op de middellange termijn een eerste vereiste is voor duurzame groei en werkgelegenheidscreatie. Door de verwachtingen ten aanzien van de toekomstige inflatie op een laag niveau te verankeren, in overeenstemming met onze definitie van prijsstabiliteit, heeft de ECB de inflatierisicopremies verlaagd en zo gezorgd voor een financieel klimaat dat gunstig is voor groei en werkgelegenheidscreatie. Tussen de introductie van de euro en eind 2007 is het eurogebied erin geslaagd meer dan 15 miljoen nieuwe banen te scheppen en was het werkloosheidspercentage op het laagste niveau sinds de vroeger jaren tachtig van de vorige eeuw.

De euro speelt een zeer belangrijke rol bij de bevordering van de werking van onze enorme continentale markt, en op die manier bij de verwezenlijking van een echte interne markt. De euro heeft tevens geholpen de economie van het eurogebied te beschermen tegen de vele mondiale schokken en de aanzienlijke turbulentie van de afgelopen paar jaar.

Deze successen hebben tijd en grote inspanningen gevergd, aangezien de ECB zich op onbekend terrein heeft moeten begeven en verstrekkende en gecompliceerde beslissingen heeft moeten nemen, en daar vervolgens, samen met alle leden van het Eurosysteem, de nationale centrale banken van het eurogebied, naar heeft moeten handelen. Een van onze vele taken tijdens de afgelopen jaren is geweest dat wij moesten begrijpen hoe de nieuw gecreëerde monetaire unie, toen die er eenmaal was, zou functioneren, en wat de complexe dynamiek zou zijn van een grote economische ruimte op weg naar volledige economische en monetaire eenwording.

In deze speciale uitgave wordt niet alleen teruggeblikt op het werk van de ECB gedurende de afgelopen tien gedenkwaardige jaren en ingegaan op enkele van de moeilijkste ontwikkelingen tijdens die periode, maar wordt tevens gekeken naar de uitdagingen waarvoor de ECB en het eurogebied zich gesteld zien bij het ingaan van hun volgende decennium.

Van deze uitdagingen zijn twee het belangrijkste:

het eurogebied flexibeler en veerkrachtiger te maken door structureel en begrotingsbeleid te verbeteren, en het groiepotentieel van het eurogebied te verhogen. Het blijft voortdurend nodig de veranderingen die in de economie plaatsvinden te begrijpen en onze instrumenten hieraan aan te passen zodat wij inzicht krijgen in wat bepalend is voor de toekomstige inflatie. Om geloofwaardig te blijven dient het monetair beleid voortdurend waakzaam te blijven, en de inflatieverwachtingen op een niveau te houden dat in overeenstemming is met onze definitie van prijsstabiliteit. Ook dienen wij erover na te denken hoe wij ons het beste kunnen voorbereiden op toekomstige uitbreidingen van het eurogebied.

De successen van het afgelopen decennium zijn te danken aan de visie en vastbeslotenheid van de vroegere en huidige leden van de Raad van Bestuur en aan de energie en inspanningen van alle medewerkers van het Eurosysteem. Bij deze speciale gelegenheid wil ik dan ook graag mijn oprechte dank betuigen aan allen die meegeholpen hebben een stevig fundament te creëren voor de euro. De gemeenschappelijke munt is een trots symbool geworden van een continent dat in aanzien is gegroeid.

Het Eurosysteem werkt als een team en staat ten dienste van de 320 miljoen burgers in de 15 landen die besloten hebben samen het pad naar de toekomst op te gaan. De euro is onze valuta, en de mensen van Europa weten dat wij het mandaat dat zij ons hebben gegeven gestand zullen doen.

Aan alle betrokken medewerkers van de ECB en de nationale centrale banken spreek ik hierbij mijn diepste dankbaarheid uit voor hun uitstekende bijdrage en voor het mogelijk maken van deze publicatie.



Jean-Claude Trichet, President van de ECB



De Directie in juni 1998:

Achterste rij (v.l.n.r.):

Tomasso Padoa-Schioppa,
Otmar Issing,
Eugenio Domingo Solans

Voorste rij (v.l.n.r.):

Christian Noyer (Vice-President),
Wim F. Duisenberg (President),
Sirikka Hämäläinen



De Directie in juni 2008:

Achterste rij (v.l.n.r.):

Jürgen Stark,
José Manuel González-Páramo,
Lorenzo Bini Smaghi

Voorste rij (v.l.n.r.):

Gertrude Tumpel-Gugerell,
Jean-Claude Trichet (President),
Lucas D. Papademos (Vice-President)

HISTORISCHE CONTEXT

De Europese monetaire integratie gaat terug tot de vroege jaren zestig van de vorige eeuw, toen de zes leden van de Europese Economische Gemeenschap (EEG) op monetair gebied begonnen samen te werken. Het eerste concrete voorstel voor een Europese economische en monetaire unie werd eveneens rond die tijd gelanceerd. Het riep ertoe op de vrijhandelszone die krachtens het Verdrag van Rome was opgezet tegen het einde van het decennium te laten uitmonden in een economische unie. Er werd echter geen actie ondernomen aangezien het internationale monetaire stelsel gedurende enkele jaren daarna stabiel bleef. Het was pas in 1969, na een reeks wisselkoers- en betalingsbalanscrises, dat de leiders van de zes leden van de EEG besloten een plan op te stellen voor een economische en monetaire unie. Dit besluit leidde in 1970 tot het Werner-Rapport, dat voorzag in de creatie, in drie fases, van een dergelijke unie tegen 1980. De belangstelling voor dit ambitieuze plan nam echter af in 1971 na het uiteenvallen van het Bretton Woods-mechanisme van vaste wisselkoersen. Tegelijkertijd beseften de Europese landen dat ongebreidelde wisselkoersfluctuaties verdere handelsintegratie zou kunnen schaden. Een in 1972 genomen eerste stap, de zogenoemde “slang”, was een poging de wisselkoersen tussen enkele Europese valuta's te stabiliseren, maar deze werd het slachtoffer van verdere onrust op de valutamarkten en van de internationale recessie die volgde op de eerste oliecrisis van 1973. In 1977, nadat verschillende valuta's waren toegetreden tot de “slang” of deze juist hadden verlaten, werd het stelsel teruggebracht tot een “Deutsche Mark-gebied” dat bestond uit Duitsland, de Benelux-landen en Denemarken.

In 1979 gaven Frankrijk en Duitsland weer nieuwe dynamiek aan het streven naar monetaire integratie, hetgeen resulteerde in de creatie van het Europees Monetair Stelsel (EMS), dat is blijven bestaan tot de introductie van de euro in 1999. Daarbij kwam de nadruk te liggen op de coördinatie van monetair beleid en op convergentie naar prijsstabiliteit ter

ondersteuning van stabiele wisselkoersen. Gedurende deze periode werden de banden tussen de centrale banken nauwer aangehaald, werden wisselkoersverschillen afhankelijk gemaakt van convergentiebeleidstoezeggingen om de frequentie en invloed van versturende devaluaties (die zich desondanks toch af en toe voordeden) te verminderen, werden kapitaalbeperkingen weggenomen, stond in ieder land beleid gericht op lage inflatie voorop en maakte de economische integratie grote vorderingen. De jarenlange ervaring die met het EMS was opgedaan leerde enkele lessen over het belang van duurzame nominale convergentie en begrotingsdiscipline.

Tegen het einde van de jaren tachtig van de vorige eeuw begon weer gesproken te worden over de haalbaarheid van een Europese economische en monetaire unie. De Europese Raad gaf een comité van deskundigen, onder voorzitterschap van Jacques Delors, het mandaat voorstellen te doen voor de totstandbrenging van de Economische en Monetaire Unie. Het hieruit voortvloeiende “Delors-Rapport” vormde in grote lijnen het ontwerp voor het Verdrag van Maastricht, dat door de staatshoofden en regeringsleiders van de EU-lidstaten in 1992 werd ondertekend en in 1993 door alle landen van de EU werd geratificeerd. Dit Verdrag legde het fundament voor de introductie van de gemeenschappelijke munteenheid bijna tien jaar later. De daaropvolgende periode werd gebruikt om vaart te brengen in het convergentieproces en de noodzakelijke institutionele regelingen te treffen. Het Europees Monetair Instituut (EMI), dat in 1994 werd opgericht, begon met de voorbereidingen voor het regelgevende, organisatorische en logistieke kader voor het nieuwe supranationale centrale-bankstelsel. Dit voorbereidende werk was essentieel voor de oprichting van de ECB en het ESCB, stelde hen in staat hun taken te verrichten en maakte de introductie van de nieuwe gemeenschappelijke munt mogelijk.

In mei 1998 besloot de Raad van de Europese Unie dat 11 landen voldeden aan de conver-

gentiecriteria, het samenstel van voorwaarden voor aanneming van de euro. Op 1 juni 1998 werden de ECB en het ESCB opgericht. Tot het moment dat alle leden van de EU overgaan op de euro blijft de belangrijkste rol weggelegd voor het Eurosysteem, dat bestaat uit de ECB en de centrale banken van de landen van het eurogebied.

Vanaf het allereerste begin zagen de Europese Centrale Bank en het Eurosysteem zich gesteld voor enkele grote uitdagingen. Met name moest de ECB, als nieuwe instelling, geloofwaardigheid verwerven en van zowel het algemene publiek als de financiële markten het vertrouwen winnen dat zij de prijsstabiliteit zou handhaven. Ook moest zij, als geheel nieuwe instelling, een kader opzetten om effectief samen te kunnen werken met de nationale centrale banken van het Eurosysteem. Deze taken werden bemoeilijkt door de geheel nieuwe institutionele en economische omgeving. De euro creëerde in feite een nieuwe economische en financiële entiteit, met kenmerken die nog niet diepgaand waren bestudeerd en met implicaties die niet ten volle werden begrepen.

In deze speciale uitgave van het Maandbericht ter gelegenheid van het tienjarig bestaan van de ECB wordt teruggeblikt op de werkzaamheden en successen van de ECB en het Eurosysteem in de afgelopen tien gedenkwaardige jaren. Er wordt tevens gekeken naar een aantal toekomstige uitdagingen en naar de weg vooruit op de gebieden die onder de verantwoordelijkheid van de ECB vallen. Wanneer het functioneren van de ECB en het Eurosysteem nader worden gezien, komen twee aspecten duidelijk naar voren:

- Ten eerste is gedurende de afgelopen jaren de monetaire integratie hand in hand gegaan met de economische integratie. Het Europese pad naar de EMU is vanuit historisch oogpunt werkelijk uniek, aangezien het gebaseerd is op het concept van één enkele markt voor soevereine landen. Dit verschilt nogal van de meeste monetaire unies uit het verleden, waarbij de voorafgaande creatie van een politieke unie (een

natiestaat) het pad effende voor de totstandbrenging van één enkele markt met homogene condities voor bedrijven en huishoudens. Wij verwachten dat de euro een positieve invloed zal hebben door verdere economische en financiële integratie te bevorderen. Dit aspect wordt uitgebreider besproken in Hoofdstuk 4, 5 en 6, waarin respectievelijk wordt ingegaan op de reële economische integratie, de toenemende handelsopenheid en de financiële-marktintegratie.

- Ten tweede, is in het Eurosysteem de besluitvorming gecentraliseerd, terwijl de tenuitvoerlegging gedecentraliseerd plaatsvindt. De decentralisatie van het Eurosysteem biedt drie belangrijke voordelen. Het eerste voordeel is dat de ECB profiteert van de deskundigheid, infrastructuur en operationele mogelijkheden van de nationale centrale banken van het Eurosysteem. Het tweede voordeel is dat de nationale centrale banken de communicatie tussen de ECB en de mensen van het eurogebied vergemakkelijken, aangezien zij de taal of talen van elk land spreken en de cultuur of culturen ervan kennen. Het derde voordeel is dat de nationale centrale banken de kredietinstellingen in elk land toegang verschaffen tot het centrale-bankennetwerk, hetgeen een belangrijke factor is gezien de omvang van het eurogebied en de reeds lang bestaande betrekkingen tussen de nationale bankensectoren en hun nationale centrale bank. Het kader heeft de afgelopen tien jaar goed gefunctioneerd, en het is tevens succesvol omgegaan met uitbreiding van de Europese Unie en het eurogebied.

In deze tien jaren heeft de ECB wereldwijd een hoge mate van geloofwaardigheid verworven. Het zal belangrijk zijn, nu de ECB haar tweede decennium ingaat, deze geloofwaardigheid te behouden bij het aangaan van alle toekomstige uitdagingen. In dit speciale nummer van het Maandbericht ter gelegenheid van het tienjarig bestaan van de ECB laten wij zien dat wij in vele opzichten nu een gemeenschappelijke bestemming hebben.

HET EUROPEES STELSEL VAN CENTRALE BANKEN



HET EUROSISTEEM





I INLEIDING

"... alle mensen doen samenwerken, ze te laten zien dat zij, los van hun verschillen en over grenzen heen, een gemeenschappelijk belang hebben."

Jean Monnet

Dit speciale nummer van het Maandbericht kijkt terug op de eerste tien jaar van het functioneren van de Europese Centrale Bank (ECB) en het Eurosysteem, dat bestaat uit de ECB en de centrale banken van de landen van de Europese Unie die de euro reeds hebben ingevoerd. In dit nummer wordt beschreven hoe deze nieuwe instelling en dit nieuwe systeem gedurende dit veelbewogen decennium hebben gefunctioneerd en wordt tevens vooruitgekeken naar enkele van de uitdagingen waarvoor beide zich de komende tien jaar en daarna gesteld zouden kunnen zien.

De ECB verwezenlijkt haar hoofddoel, het handhaven van prijsstabiliteit, en haar monetaire-beleidsstrategie is geloofwaardig en wordt goed begrepen. Hoewel het bepalen van een enkel monetair beleid de meest zichtbare taak van de ECB is, is het natuurlijk lang niet de enige. Om haar hoofddoel te verwezenlijken dient de ECB verschillende taken en werkzaamheden uit te voeren, waarvan enkele ook in het Verdrag van Maastricht zijn vastgelegd, terwijl andere taken de vormgeving van het gemeenschappelijke monetaire beleid vervolledigen. Om deze reden is dit speciale nummer een hulpmiddel tot een beter begrip van de verschillende andere taken van de ECB en het Eurosysteem.

De creatie van de ECB en het ESCB en de introductie van de euro hebben geleid tot een nieuw institutioneel kader voor de Economische en Monetaire Unie (EMU). Dit kader combineert een gecentraliseerd monetair beleid met gedecentraliseerd begrotings- en structureel beleid. In Hoofdstuk 2 wordt uitgelegd hoe de bevoegdheid voor het gemeenschappelijke monetaire beleid naar het supranationale niveau (d.w.z. Gemeenschapsniveau) is overgedragen. De nieuw gecreëerde instelling belast met het bepalen van het monetair beleid, de ECB, is krachtens het Verdrag een grote mate van onafhankelijkheid toegekend. Wij leggen uit dat dit zich uit in een combinatie van institutionele onafhankelijkheid en personele, financiële en functionele onafhankelijkheid. Het nieuwe Verdrag van Lissabon vermeldt de ECB als een van de instellingen van de Unie. Dit weerspiegelt het feit dat het monetair beleid niet kan worden opgedeeld en dat het nodig is dat centrale banken onafhankelijk zijn willen zij prijsstabiliteit kunnen verwezenlijken. Het is daarentegen efficiënter het begrotingsbeleid op nationaal niveau te bepalen – binnen de grenzen van het Stabiliteits- en Groeipact – om rekening te kunnen houden met nationale kenmerken en institutionele kaders. Structureel beleid wordt eveneens op nationaal niveau geformuleerd maar is onderworpen aan kritische controle door de andere landen en aan coördinatie binnen het kader van de Lissabon-strategie.

Het nieuwe institutionele kader van de EMU biedt passende coördinatieprocedures die rekening houden met de toegenomen onderlinge afhankelijkheid van de landen van het eurogebied. Dientengevolge is het nodig dat de ECB en het Eurosysteem informatie uitwisselen en regelmatig contact hebben met enkele andere Europese instellingen en organen, zoals de raad waarin de Ministers van Financiën bijeenkomen (de Ecofin-Raad) en diens verschillende voorbereidende comités, de Eurogroep en de Europese Commissie. Daarnaast moet de ECB aan het Europees Parlement verslag uitbrengen. Vanaf september 1998 verloopt dit alles bevredigend. Beleid op nationaal niveau zou echter rekening moeten houden met de vereisten van de Gemeenschap naar mate de integratie van het eurogebied verdere vooruitgang boekt.

De Raad van Bestuur van de ECB is verantwoordelijk voor het formuleren van het monetair beleid van het eurogebied en voor het vaststellen van de richtsnoeren voor de tenuitvoerlegging ervan. In oktober deed de Raad precies dat: de Raad maakte een op stabiliteit gerichte monetaire-beleidsstrategie bekend die beoogt het hoofddoel van prijsstabiliteit (zoals vastgelegd in het Verdrag van

De ECB heeft één allesoverheersend doel: prijsstabiliteit

Het institutionele kader van de EMU combineert gecentraliseerd monetair beleid met...

...gedecentraliseerd begrotings- en structureel beleid...

...en vereist meer informatie-uitwisseling en coördinatie

De Raad van Bestuur bepaalt het monetair beleid

Op twee pijlers gebaseerd kader voor het eurogebied

Maastricht) te verwezenlijken. De strategie – die in 2003 verder is verduidelijkt – heeft twee hoofdelementen: een kwantitatieve definitie van prijsstabiliteit en een “op twee pijlers gebaseerd kader”. Het eerste element impliceert dat het hoofddoel van de ECB is de inflatie onder, maar dicht bij 2% te houden. Er bestaat brede consensus dat het handhaven van prijsstabiliteit de beste bijdrage is die monetair beleid kan leveren aan economische welvaart. Het tweede element is het “op twee pijlers gebaseerde kader”, dat stoelt op een economische analyse en een monetaire analyse, welke beide van belang zijn voor het beoordelen van de verschillende risico’s voor de prijsstabiliteit. De economische analyse richt zich op de korte tot middellange termijn, en berust op een breed scala van economische en financiële statistieken en indicatoren die van belang zijn voor de vooruitzichten voor de prijzen. De monetaire analyse daarentegen richt zich op de middellange tot langere termijn en kent een prominente rol toe aan de ontwikkelingen in de geldhoeveelheid en de kredietverlening. Het op twee pijlers gebaseerde kader geeft vorm aan de interne analyse en maakt het gemakkelijker met het algemene publiek en de financiële markten te communiceren.

Eurosysteem vereiste ongekende voorbereidingen

In Hoofdstuk 3 wordt uitgebreid ingegaan op de belangrijkste kenmerken en elementen van de strategie, de tenuitvoerlegging ervan en op de uitvoering van het monetair beleid sinds de euro van start ging in 1999. In dit hoofdstuk wordt tevens de aandacht gevestigd op de vele werkzaamheden die nodig waren om de functionaliteit van het Eurosysteem te waarborgen. Deze werkzaamheden omvatten het opzetten van de infrastructuur voor de tenuitvoerlegging van het gemeenschappelijke monetair beleid. Daarnaast diende de ECB ook haar eigen organisatie en procedures op te zetten. In dit hoofdstuk wordt voorts benadrukt dat de ECB en het Eurosysteem van start gingen met slechts beperkte kennis van hoe het eurogebied zou kunnen functioneren wanneer het eenmaal in monetair opzicht geïntegreerd zou zijn. Het uitvoeren van monetair beleid is zelfs onder normale omstandigheden geen gemakkelijke zaak, maar deze nooit eerder voorgekomen verschuiving van “tried-and-tested” nationaal beleid naar geheel nieuw supranationaal beleid vormde wel een uitzonderlijke uitdaging. Vanaf het begin zijn grote investeringen gedaan in onderzoek, analyse en statistieken en een breed scala van modellen en instrumenten wordt ook vandaag de dag nog ontwikkeld en helpt zeer actuele gegevens te leveren. Veel van deze analysegegevens zijn openbaar en staan bloot aan “peer review”, en vormen aldus een algemeen goed.

Economische hervormingen zijn van essentieel belang voor de goede werking van het eurogebied

In Hoofdstuk 4 worden de beleidsuitdagingen en macro-prestaties van het eurogebied onder de loep genomen. De analyse van reële economische trends en economisch beleid dient verschillende doelen; zo draagt deze bijvoorbeeld bij aan de hiervoor genoemde analyse in het kader van de tweepijlersstrategie en aan de analyse van het monetaire-transmissieproces, en maakt deze het mogelijk zicht te krijgen op de macro-economische trends waarvoor structureel en begrotingsbeleid, maar ook mondiale ontwikkelingen, hoofdzakelijk verantwoordelijk zijn en op hun invloed op de inflatiedruk. Dit hoofdstuk heeft betrekking op enkele trends in het eurogebied in de reële groei, productiviteit en arbeidsmarkten over de laatste tien jaar. Het is opvallend dat gedurende dit laatste decennium het algehele kader van de EMU zeer gestage werkgelegenheids groei heeft ondersteund. Vervolgens wordt het begrotingsbeleid besproken, en daarna worden enkele gestileerde feiten gepresenteerd betreffende verschillen tussen de landen ten aanzien van de reële productiegroei en de inflatie.

Uit dit hoofdstuk kunnen verschillende lessen worden geleerd. Wat de toekomst betreft zijn structurele hervormingen en gezond begrotingsbeleid van cruciaal belang voor de algehele macro-economische stabiliteit alsook voor goede prestaties op deze terreinen, kortom voor hoge werkgelegenheid en productiegroei, lage natuurlijke werkloosheid en de afwezigheid van grote verschillen tussen de ontwikkelingen in de landen. Verschillen tussen de landen wat betreft kosten en inflatie, die voortvloeien uit ongepaste loonontwikkelingen alsook begrotings- en structurele rigiditeiten, kunnen leiden tot verlies van concurrentievermogen en een negatieve invloed hebben op de werkgelegenheid en productiegroei. De goede werking van aanpassingen aan specifieke schokken dient te worden gewaarborgd middels flexibele arbeids- en productmarkten, voltooiing van de interne markt en goed-

gestructureerd duurzaam begrotingsbeleid. Voor die landen, ten slotte, die ernaar streven in de toekomst de euro in te voeren is het noodzakelijk dat zij in hun convergentieprocessen rekening houden met de hierboven vermelde zaken wanneer zij ervoor kiezen tot het eurogebied toe te treden.

De euro is de economieën van het eurogebied geleidelijk aan het veranderen. In het bedrijfsleven zijn enkele kosten (zoals omwisseling van valuta's of in dekking tegen volatiele wisselkoersen) gedaald of zelfs geheel verdwenen. Informatiekosten (zoals de noodzaak prijzen van goederen en diensten internationaal te vergelijken) lopen terug. De euro zal naar verwachting ook de interne markt stimuleren – d.w.z. de resterende belemmeringen voor de circulatie van goederen, diensten en mensen wegnemen – door de prijstransparantie te verbeteren en prijsdiscriminatie te ontmoedigen. Dit zou moeten helpen marktsegmentatie te verminderen en concurrentie te bevorderen. De euro is ook efficiënter dan de verschillende valuta's waarvoor hij in de plaats is gekomen als ruilmiddel en rekeneenheid. In dit speciale Maandbericht gaan wij in op verschillende manieren waarop de euro de financiële markten en macro-prestaties van Europa helpt veranderen. Dergelijke effecten, die het eurogebied geïntegreerder maken, werken uiteraard langzaam, en het kan nog enkele tientallen jaren duren voordat zij volledig werkelijkheid zijn geworden.

Eén terrein waarop de verandering reeds duidelijk meetbaar is is de internationale dimensie van de euro. In Hoofdstuk 5 gaan wij in op vier aspecten van deze veranderingen: de handel in goederen en diensten, kapitaalstromen, de internationale rol van de euro en de betrekkingen die de ECB onderhoudt met derde landen en internationale instellingen en organen. We kijken naar ontwikkelingen in de landen van het eurogebied (d.w.z. binnen het eurogebied) en in het eurogebied als geheel ten opzichte van de rest van de wereld (d.w.z. buiten het eurogebied). Informele gegevens en economische analyse duiden erop dat de euro de handel, de directe buitenlandse investeringen en het grensoverschrijdend effectenverkeer tussen de landen van het eurogebied heeft bevorderd. Dit komt erop neer dat het eurogebied in zichzelf investeert. Door de handel binnen het eurogebied te bevorderen, heeft de euro de concurrentie binnen het eurogebied en de convergentie van handelsprijzen versterkt. Parallel daaraan heeft de euro geholpen de efficiëntie in zowel de thuislanden als andere landen te verhogen door de hertoewijzing van kapitaal, met name in de industriële sector. Bovendien heeft de euro, door het effectenverkeer tussen de leden van het eurogebied te bevorderen, een positieve invloed gehad op een diversificatie van beleggings- en consumptierisico's. Deze verschijnselen zullen zich naar verwachting in de toekomst blijven voordoen. De internationale dimensie van de euro en het gebruik van de euro als reserve- en transactievaluta nemen toe. De euro is na de Amerikaanse dollar (die een bredere mondiale reikwijdte heeft) de belangrijkste internationale munt geworden.

Gedurende het afgelopen decennium hebben de ECB en het ESCB bijzondere aandacht besteed aan het adequaat functioneren van het financiële stelsel. Centrale banken zijn om twee belangrijke redenen geïnteresseerd in het financiële stelsel en de stabiliteit ervan. De eerste reden is dat het financiële stelsel goed dient te functioneren, willen zij hun hoofdtaak, namelijk het waarborgen van prijsstabiliteit, kunnen vervullen. Gezien het feit dat het financiële stelsel het primaire kanaal vormt waarlangs het gemeenschappelijke monetaire beleid wordt uitgevoerd, is een geïntegreerd, stabiel en efficiënt financieel stelsel van essentieel belang voor de soepele en effectieve transmissie van monetaire beleidsimpulsen in het gehele eurogebied. Bovendien zijn centrale banken in hoofdzaak verantwoordelijk voor de goede werking van betalings- en afwikkelingssystemen, en deze doelstelling houdt nauw verband met de veiligheid en efficiëntie van het financiële stelsel als geheel. De tweede reden is dat een goed-functionerend financieel stelsel in tijd en ruimte gezien financiële middelen efficiënter toewijst en aldus een zwaarwegende rol speelt bij het verwezenlijken van grotere en duurzamere economische groei. Dit is een belangrijke overheidsbeleidsdoelstelling en wordt actief door centrale banken ondersteund.

De effecten van de Monetaire Unie op de economie

De internationale dimensie van de euro

ECB/ESCB besteden grote aandacht aan het financiële stelsel

Het Eurosysteem werkt aan bevordering van financiële integratie...

Het eurogebied is multinationalaal. Vanaf het allereerste begin is het een kerndoelstelling van het Eurosysteem geweest de werking van zijn financiële markten te versterken, met andere woorden de Europese financiële integratie te bevorderen. In Hoofdstuk 6 wordt nader ingegaan op de vooruitgang die sinds de invoering van de euro is geboekt op het vlak van de financiële integratie, op de belangrijkste drijvende krachten en belemmeringen wat dit betreft, en op de bijdrage van de ECB en het Eurosysteem aan het integratieproces. In dit hoofdstuk wordt benadrukt dat de ECB en het Eurosysteem het financiële-integratieproces op vier belangrijke manieren hebben bevorderd, namelijk door (i) de kennis erover en het bewustzijn ervan te vergroten, en de vooruitgang in de financiële integratie te volgen, door (ii) op te treden als katalysator voor initiatieven vanuit de markt ter bevordering van financiële integratie (bijvoorbeeld ten aanzien van de oprichting van het Gemeenschappelijke Eurobetalingsgebied, het “Single Euro Payments Area” ofwel SEPA), door (iii) advies te geven over het wet- en regelgevingskader van de EU voor financiële diensten, en door (iv) centrale-bankdiensten te verschaffen, waaronder bijvoorbeeld de faciliteiten voor de “real-time” bruto verevening van eurobetalingen (TARGET geheten) en de grensoverschrijdende verwerking van onderpand (CCBM geheten), alsook het TARGET2-Securities-initiatief, dat manieren onderzoekt om voor effectentransacties afwikkeling in centrale-bankgeld te bieden.

... en draagt bij aan financiële stabiliteit

In Hoofdstuk 7 wordt een andere kernverantwoordelijkheid van het Eurosysteem onder de loep genomen: het waarborgen van de financiële stabiliteit. Deze taak is de afgelopen jaren van toenemend belang geworden aangezien de financiële sector aanzienlijk groter is geworden in verhouding tot de reële economie, en de economische rol van financiële stabiliteit is derhalve gestaag belangrijker geworden. Hoewel het zorgen voor prijsstabiliteit de beste bijdrage is die het Eurosysteem aan financiële stabiliteit kan leveren, draagt het tevens aan deze doelstelling bij op twee specifieke manieren. Ten eerste voert het Eurosysteem bepaalde met financiële stabiliteit verband houdende taken uit op eurogebiedniveau, waaronder het controleren en beoordelen van de financiële stabiliteit van het eurogebied (hetgeen tot uitdrukking komt in de publicatie van haar “Financial Stability Review” twee keer per jaar) en het uitvoeren van markttransacties om in te spelen op algemene financiële schokken en om spanningen in de geldmarkt van het eurogebied te verlichten. Ten tweede speelt het Eurosysteem een rol bij het bepalen van het financiële-stabiliteitsbeleid van de bevoegde nationale en EU-autoriteiten, hetgeen met zich meebrengt: (i) ondersteunen van de controle en beoordeling van financiële stabiliteit op nationaal en EU-niveau, (ii) adviseren over financiële regelgeving en financieel toezicht, en (iii) bijdragen aan financiële-crisisbeheersing. Daarnaast heeft het Eurosysteem directe verantwoordelijkheid voor het toezicht op marktinfrastructuren, met name betalingssystemen, een taak die eveneens de stabiliteit van het financiële stelsel versterkt. In Hoofdstuk 7 wordt een beschrijving gegeven van de verantwoordelijkheden en belangrijkste successen van het Eurosysteem op het terrein van financiële stabiliteit en toezicht.

Goede statistieken zijn essentieel voor diepgaande analyse

In Hoofdstuk 8 wordt uitleg gegeven over het belang van hoog-kwalitatieve statistieken voor het eurogebied en wordt aangegeven waarom de ECB een veelomvattend samenstel van tijdige, betrouwbare en coherente monetaire, financiële en economische statistieken nodig heeft zodat zij haar taken kan uitvoeren en met name de risico's voor de prijsstabiliteit kan beoordelen. In dit hoofdstuk wordt tevens stilgestaan bij de Geharmoniseerde Consumptieprijsindex, die door de ECB wordt gebruikt voor de beoordeling van de prijsstabiliteit. Sinds 1999 is de productie van ESCB-statistieken bijna verdriedvoudigd. Monetaire, financiële en externe statistieken worden regelmatig en in overeenstemming met hoge kwaliteitsnormen gepubliceerd. Referentiedocumentatie is gemakkelijk beschikbaar en heeft bijgedragen aan de ontwikkeling van mondiale statistische normen, bijvoorbeeld ten aanzien van monetaire en financiële statistieken. Verschillende ECB-statistieken zijn nu geïntegreerd in de ten volle ontwikkelde driemaandelijksse financiële en niet-financiële rekeningen voor het eurogebied. Een statistische bijlage achterin deze speciale editie presenteert een keuze van enkele internationale vergelijkingen.

In Hoofdstuk 9 wordt vanuit verschillende invalshoeken gekeken naar eurobankbiljetten, en wordt een korte beschrijving gegeven van hun ontwikkeling in de jaren negentig van de vorige eeuw en hun introductie in 2002. In het hoofdstuk wordt tevens op het heden en de toekomst ingegaan door middel van een verslag over de circulatie van de munteenheid en het beheer ervan. De bankbiljetten zijn echt een zichtbaar en geslaagd symbool van de EMU en vormen een aanzienlijk succes, gezien de schaal van de planning en organisatie voor hun introductie.

Deze speciale editie van het Maandbericht laat zien dat er verschillende tijdshorizonten zijn waartegen men de prestaties van de ECB en het Eurosysteem gedurende deze tien jaar kan afmeten. Enkele “rode draden”, die tevens een aanwijzing geven van toekomstige uitdagingen, komen hierbij naar voren:

- Het Eurosysteem combineert gecentraliseerde besluitvorming met gedecentraliseerde uitvoering door de nationale centrale banken. Dit gaat op voor alle taken en activiteiten die in deze speciale editie worden besproken. Vanuit organisatorisch standpunt komen in verschillende technische comités en werkgroepen deskundigen van de ECB en alle nationale centrale banken bijeen. Dergelijke comités en werkgroepen dragen bij aan de reguliere verwerking van een enorme hoeveelheid gegevens en informatie vanuit alle landen van het eurogebied. Dit maakt het mogelijk de beste ervaring en kennis van de nationale centrale banken van het Eurosysteem bij elkaar te voegen. Tegelijkertijd opereren al deze comités en werkgroepen vanuit een eurogebiedperspectief. Dit kader laat ruimte voor ontwikkeling en is met succes omgegaan met de uitbreidingen van het eurogebied.
- Het Eurosysteem is bescheiden begonnen. Er bestond slechts geringe kennis over hoe het eurogebied zou kunnen functioneren wanneer het eenmaal in monetair opzicht geïntegreerd zou zijn. Hoewel het uitvoeren van monetair beleid in een onzekere, met schokken te kampen hebbende wereld voor elke centrale bank een uitdaging is, was deze uitdaging in de eerste jaren van het eurogebied wel zeer groot ten gevolge van het feit dat alles zo totaal nieuw was (zoals wordt besproken in Hoofdstuk 3). Dit verklaart de grote investeringen in analytische instrumenten, onderzoek en statistieken vanaf het begin, zoals wordt beschreven in Hoofdstuk 3, 4, 5, 6 en 8. Een enorm breed scala van modellen en andere analytische instrumenten is ontwikkeld en nu in gebruik, en er wordt constant gewerkt aan verbetering ervan. Het merendeel van de gegevens uit deze analyse en van de informatie is publiekelijk toegankelijk en beschikbaar op onze website en in publicaties, en kan daardoor door iedereen kritisch worden gevolgd.
- De monetaire-beleidsstrategie van de ECB is gebaseerd op de beste ervaring van de nationale centrale banken van het Eurosysteem en combineert deze kennis met geheel nieuwe elementen. Gezien het door het Verdrag toegekende mandaat de prijsstabiliteit te waarborgen, heeft de Raad van Bestuur een duidelijke inflatiedoelstelling gedefinieerd. Dit versterkt op zijn beurt de transparantie en verantwoordingsaflegging van de ECB. De economische en monetaire analyses – het op twee pijlers gebaseerde kader – verschaft twee elkaar aanvullende perspectieven van waaruit risico's voor de prijsstabiliteit kunnen worden beoordeeld. Het biedt tevens een middel om de interne analyse en externe communicatie vorm te kunnen geven. De strategie wordt inmiddels goed begrepen en is geloofwaardig. Geloofwaardigheid helpt de langere-termijninflatieverwachtingen te verankeren en inflatievolatiliteit te verminderen. In Hoofdstuk 2, 7 en 9 van deze speciale editie laten wij zien hoe de goede werking van de monetaire-beleidsstrategie van de ECB verschillende andere taken van de ECB en het Eurosysteem heeft ondersteund.

Monetaire Unie in onze portemonnee

Comités opereren vanuit een eurogebiedperspectief

Er was maar weinig bekend over hoe het eurogebied zou kunnen functioneren

Gebied waar prijsstabiliteit heerst nu groter

- Van de euro – die in ruime zin geacht wordt het vrije-marktmechanisme, institutionele en organisatorische veranderingen, en wetgevingsinitiatieven te omvatten – wordt verwacht dat hij zal functioneren als een katalysator voor economische en financiële integratie. Het zou een lange tijd kunnen duren voordat dergelijke veranderingen hun beslag krijgen. Het Europese proces van economische, financiële en monetaire integratie is tenslotte van start gegaan in de jaren vijftig van de vorige eeuw en heeft vanaf die tijd geleidelijk vooruitgang geboekt. Het besluit de euro te introduceren was gebaseerd op het vaste geloof dat de landen van het eurogebied er klaar voor waren en dat de nieuwe gemeenschappelijke munt gunstige processen in gang zou zetten die deze landen nauwer tot elkaar zouden brengen. Tegelijkertijd blijven er enkele uitdagingen bestaan, en deze worden dan ook in dit speciale Maandbericht besproken. In enkele landen van het eurogebied bestaat er nog steeds een kloof tussen de inflatie zoals die wordt ervaren door het algemene publiek en zoals die daadwerkelijk wordt gemeten: op deze kwestie wordt ingegaan in Hoofdstuk 3. Er is tevens ruimte voor economieën in het eurogebied om hun flexibiliteit en bestendigheid tegen externe schokken te versterken: deze kwestie wordt besproken in Hoofdstuk 4. Bovendien houdt de Europese “regionale” integratie gelijke tred met de globalisering, die eveneens grote en verstrekkende gevolgen heeft, zoals uiteengezet in Hoofdstuk 5 en 6. Om al deze redenen zal het eurogebied zich onder deze gecombineerde druk verder moeten blijven ontwikkelen.
- Het feit dat het eurogebied nauwer dan ooit verweven raakt verandert onze kijk op de Economische en Monetaire Unie. De euro is voor Europa ook een belangrijk symbool van identiteit.

De euro wordt nu gebruikt door 320 miljoen mensen in het eurogebied, maar heeft ook een wijdere internationale circulatie dan de valuta's waarvoor hij in de plaats is gekomen, en wordt tevens in toenemende mate gebruikt door de internationale financiële markten, zoals wordt besproken in Hoofdstuk 5. In deze editie ter gelegenheid van het tienjarig bestaan van de ECB laten wij zien dat de euro reeds verschillende voordelen heeft opgeleverd, waaronder prijsstabiliteit en lage rente. Deze voordelen ondersteunen andere gunstige ontwikkelingen die zich geleidelijk maar gestaag voordoen, waaronder meer handel in goederen en diensten en meer financiële integratie, die op haar beurt vaart geeft aan financiële verdieping en modernisering. Er is tevens een opmerkelijke mate van veerkrachtigheid in een complexe internationale omgeving. Naar onze mening geven deze successen een grote steun in de rug bij het aangaan van alle huidige en toekomstige uitdagingen voor het eurogebied, en geven zij tevens steun aan de aanpassingsprocessen van nationale economieën. In Hoofdstuk 10 worden enige afsluitende opmerkingen gemaakt. De tabel hieronder toont enkele van de belangrijkste institutionele gebeurtenissen in de geschiedenis van het Eurosysteem.

Belangrijke institutionele gebeurtenissen in de geschiedenis van het Eurosysteem (1998-2008)

1998		
Mei	De Europese Raad concludeert dat 11 landen voldoen aan de convergentiecriteria en kunnen overgaan op de euro (de derde fase van de EMU)	Zie Voorwoord
Juni	De ECB en het ESCB worden opgericht	Zie Historische context
September	De President van de ECB verschijnt voor de eerste maal voor het Europees Parlement	Zie Hoofdstuk 2
Oktober	De President van de ECB neemt voor de eerste maal deel aan een vergadering van de G7	
Oktober	Bekendmaking van de monetaire-beleidsstrategie	Zie Hoofdstuk 3, Paragraaf 1
November	De EU-Raad hecht zijn goedkeuring aan de Verordening met betrekking tot de verzameling van statistische informatie door de ECB	Zie Hoofdstuk 8
December	Bekendmaking van de kwantitatieve referentiewaarde voor de groei van de geldhoeveelheid	
December	De ECB verkrijgt waarnemerstatus bij het Internationaal Monetair Fonds (IMF)	
December	De omrekeningskoersen worden onherroepelijk vastgesteld	Zie Historische context

Belangrijke institutionele gebeurtenissen in de geschiedenis van het Eurosysteem (1998-2008)

1999		
Januari	Start van de fiduciaire euro. Een gemeenschappelijk monetair beleid voor het eurogebied wordt bepaald	Zie Hoofdstuk 2
Januari	Start van ERM II, met Denemarken en Griekenland als eerste deelnemers	Zie Hoofdstuk 2
April	Eurosysteem-overeenkomst betreffende liquiditeitsnoodhulp	Zie Hoofdstuk 7
Juli	De productie van de eurobankbiljetten gaat in enkele drukkerijen van start	Zie Hoofdstuk 9
November	De ECB wordt lid van de Bank voor Internationale Betalingen (BIB)	
2000		
Maart	De Lissabon-strategie wordt goedgekeurd door de Europese Raad	Zie Hoofdstuk 2
2001		
Januari	Griekenland treedt toe tot het eurogebied	Zie Hoofdstuk 2
April	Goedkeuring van een EU-breed "Memorandum of Understanding" tussen toezichhouders van betalings-systemen en banktoezichhouders	Zie Hoofdstuk 7
Augustus	De eurobankbiljetten worden voor het eerst aan het algemene publiek getoond	Zie Hoofdstuk 9
September	De distributie vooraf van de eurobankbiljetten en euromunten gaat van start	Zie Hoofdstuk 9
2002		
Januari	De overgang op de chartale euro: eind februari 2002 zijn de eurobankbiljetten en euromunten het enige wettig betaalmiddel in alle landen van het eurogebied	Zie Hoofdstuk 9
November	De eerste publicatie van het ECB-rapport over bancaire structuren in de EU	Zie Hoofdstuk 7
2003		
Februari	De eerste publicatie van het ECB-rapport betreffende de stabiliteit van de banksector in de EU	Zie Hoofdstuk 7
Maart	Goedkeuring van een EU-breed "Memorandum of Understanding" voor samenwerking tussen toezichtsautoriteiten en centrale banken bij financiële-crisissituaties	Zie Hoofdstuk 7
Maart	"Memorandum of Understanding" waarin tussen de ECB en Eurostat de respectieve verantwoordelijkheden voor economische en financiële statistieken op communautair niveau worden uiteengezet	Zie Hoofdstuk 8
Mei	Verduidelijking van de monetaire-beleidsstrategie van de ECB	Zie Hoofdstuk 3, Paragraaf 1
2004		
Maart	Veranderingen in het operationele kader	Zie Hoofdstuk 3, Paragraaf 3
Mei	De nationale centrale banken van de tien nieuwe EU-lidstaten treden toe tot het ESCB	Zie Hoofdstuk 2
Juni	De valuta's van Estland, Litouwen en Slovenië treden toe tot ERM II	Zie Hoofdstuk 2
December	De eerste publicatie van de "Financial Stability Review" van de ECB	Zie Hoofdstuk 7
2005		
Maart/april	De Lissabon-strategie wordt nieuw leven ingeblazen dankzij de herziening door een door Wim Kok voorgezeten groep hooggeplaatste functionarissen	Zie Hoofdstuk 2
Maart/juni	Hervorming van het Stabiliteits- en Groeipact	Zie Hoofdstuk 2
Mei	Goedkeuring van een EU-breed "Memorandum of Understanding" voor samenwerking tussen toezichtsautoriteiten, centrale banken en Ministeries van Financiën bij financiële-crisissituaties	Zie Hoofdstuk 7
Mei	De valuta's van Cyprus, Letland en Malta treden toe tot ERM II	Zie Hoofdstuk 2
Augustus	Het Eurosysteem publiceert zijn bijdrage aan de raadpleging door de Commissie betreffende het EU-beleid aangaande financiële diensten voor de periode 2005-2010	Zie Hoofdstuk 7
September	De ECB publiceert voor de eerste maal indicatoren van financiële integratie in het eurogebied	Zie Hoofdstuk 6
November	De Slowaakse koruna treedt toe tot ERM II	
2006		
Juli	Het TARGET2-Securities-initiatief wordt gelanceerd	Zie Hoofdstuk 6
2007		
Januari	Slovenië treedt toe tot het eurogebied	Zie Hoofdstuk 2
Januari	De nationale centrale banken van Bulgarije en Roemenië treden toe tot het ESCB	Zie Hoofdstuk 2
Maart	De eerste publicatie van het ECB-rapport betreffende financiële integratie in Europa	Zie Hoofdstuk 6
Mei	Publicatie van de "Public commitment with respect to the ESCB's statistical function"	Zie Hoofdstuk 8
Juni	De eerste gezamenlijke publicatie van de ECB en Eurostat van driemaandelijkse geïntegreerde economische en financiële rekeningen voor het eurogebied naar institutionele sector	Zie Hoofdstuk 8
November	Het Eurosysteem publiceert zijn bijdrage aan de herziening van het Lamfalussy-kader voor financiële regelgeving en financieel toezicht	Zie Hoofdstuk 7
December	Het Verdrag van Lissabon ondertekend	Zie Hoofdstuk 2
2008		
Januari	Malta en Cyprus treden toe tot het eurogebied	Zie Hoofdstuk 2
April	Publicatie van het "ECB Statistics Quality Framework"	Zie Hoofdstuk 8
April	Overeenkomst over een nieuw EU-breed "Memorandum of Understanding" voor samenwerking tussen toezichtsautoriteiten, centrale banken en Ministeries van Financiën bij financiële-crisissituaties	Zie Hoofdstuk 7

De Raad van Bestuur in juni 1998:

Achterste rij (v.l.n.r.):

Luis Ángel Rojo,
Alfons Verplaetse,
Antonio Fazio,
Yves Mersch,
António José Fernandes de Sousa,
Matti Vanhala, Klaus Liebscher,
Nout Wellink,
Jean-Claude Trichet,
Maurice O'Connell,
Hans Tietmeyer

Voorste rij (v.l.n.r.):

Eugenio Domingo Solans,
Otmár Issing, Christian Noyer,
Wim F. Duisenberg,
Sirrka Hämäläinen,
Tommaso Padoa-Schioppa



De Raad van Bestuur in juni 2008:

Achterste rij (v.l.n.r.):

Jürgen Stark, Erkki Liikanen,
Klaus Liebscher,
Nicholas C. Garganas,
Nout Wellink, Marko Kranjec

Middelste rij (v.l.n.r.):

John Hurley,
Miguel Fernández Ordóñez,
Christian Noyer, Axel A. Weber,
Lorenzo Bini Smaghi,
Michael C. Bonello

Voorste rij (v.l.n.r.):

Yves Mersch,
José Manuel González-Páramo,
Lucas D. Papademos,
Jean-Claude Trichet,
Gertrude Tumpel-Gugerell,
Athanasios Orphanides





**De Algemene Raad
in juni 1998:**

Achterste rij (v.l.n.r.):

Luis Ángel Rojo, Antonio Fazio,
Urban Bäckström,
António José Fernandes de Sousa,
Matti Vanhala, Klaus Liebscher,
Nout Wellink,
Lucas D. Papademos,
Edward A. J. George,
Maurice O'Connell,
Hans Tietmeyer,

Voorste rij (v.l.n.r.):

Alfons Verplaetse, Yves Mersch,
Christian Noyer,
Wim F. Duisenberg,
Bodil Nyboe Andersen,
Jean-Claude Trichet



**De Algemene Raad
in juni 2008:**

Achterste rij (v.l.n.r.):

Erkki Liikanen, Andrés Simor,
Klaus Liebscher,
Nicholas C. Garganas,
Axel A. Weber,
Reinoldijus Šarkinas,
Nout Wellink, Andres Lipstok

Middelste rij (v.l.n.r.):

John Hurley, Nils Bernstein,
Christian Noyer,
Ilmārs Rimšēvičs,
Zdeněk Tůma,
Stefan Ingves, Marko Kranjec,
Mugur Constantin Isărescu

Voorste rij (v.l.n.r.):

Miguel Fernández Ordóñez,
Ivan Šramko,
Lucas D. Papademos,
Jean-Claude Trichet,
Michael C. Bonello,
Athanasios Orphanides,
Yves Mersch

UITBREIDING VAN DE EUROPESE UNIE



UITBREIDING VAN HET EUROGEBIED 1999-2000



2 HET INSTITUTIONELE KADER EN DE WERKING VAN HET EUROGEBIED



Het macro-economisch beleid in het eurogebied wordt op basis van een welomschreven toedeling van verantwoordelijkheden ten uitvoer gelegd. De monetaire-beleidsbevoegdheid is toegekend aan een supranationale instelling, te weten de ECB. Het economisch beleid blijft daarentegen grotendeels binnen de competentiesfeer van de lidstaten vallen, ofschoon onderworpen aan coördinatieprocedures. Het Verdrag van Maastricht heeft de ECB/het Eurosysteem de onafhankelijkheid gegeven die nodig is voor de tenuitvoerlegging van het gemeenschappelijke monetaire beleid en het uitvoeren van de overige taken. Tegelijkertijd legt het Verdrag aan de ECB een aantal verslagleggingsvereisten op vis-à-vis het grote publiek en zijn gekozen vertegenwoordigers, het Europees Parlement. Bovendien neemt de ECB deel aan een aantal Europese vergaderingen en wisselt zij regelmatig van gedachten met de Gemeenschapsinstellingen.

Het eerste decennium van de EMU heeft aangetoond dat dit ongeëvenaarde institutionele kader, waarvan de ECB een integrerend onderdeel uitmaakt, fundamenteel solide is. Dit wordt tevens erkend in het nieuwe Verdrag van Lissabon, dat het institutionele kader in essentie ongewijzigd heeft gelaten. Er blijven echter belangrijke uitdagingen bestaan. Nationale beleidsmakers in het bijzonder, dienen aan hun respectieve verantwoordelijkheden binnen het huidige kader te voldoen, hetgeen de macro-economische prestaties van het eurogebied verder zou verbeteren.

Het hoofdstuk is als volgt ingedeeld: Paragraaf 2.1 geeft een kort overzicht van het institutionele kader van het eurogebied en van enkele veranderingen die in het afgelopen decennium hebben plaatsgevonden; Paragraaf 2.2 bespreekt de interactie van de ECB met andere Gemeenschapsinstellingen en –organen, en Paragraaf 2.3 behandelt de procedurele stappen voor uitbreiding van het eurogebied en de EU .

2.1 HET INSTITUTIONELE KADER

Het door het Verdrag van Maastricht geïntroduceerde institutionele kader voor de Economische en Monetaire Unie (EMU) voorziet in een duidelijke verdeling van verantwoordelijkheden tussen de Gemeenschap en de lidstaten. Als gevolg van de invoering van de gemeenschappelijke munt, is de monetaire-beleidsbevoegdheid overgedragen naar het niveau van de Gemeenschap. Het Eurosysteem heeft ter vervulling van zijn hoofddoel, het handhaven van prijsstabiliteit, een hoge mate van onafhankelijkheid gekregen van politieke invloed. Het economisch beleid (zoals begrotings- of structuurbeleid) blijft daarentegen grotendeels binnen de competentiesfeer van de lidstaten vallen, ingebed in een Europees kader gericht op het waarborgen van discipline. De belangrijkste reden voor deze tweedeling is dat, hoewel monetair beleid in een monetaire unie per definitie ondeelbaar is, economisch beleid rekening dient te houden met nationale kenmerken en nationale institutionele kaders en daarom efficiënter kan worden uitgevoerd op nationaal niveau. Bovendien, wanneer de economisch-beleidsbevoegdheid grotendeels bij de nationale overheden wordt gelegd, wordt ook een zekere mate van beleidsconcurrentie mogelijk gemaakt, gericht op het verbeteren van de beleidsdoelmatigheid en het nastreven van voorkeursprocedures.¹

Tegelijkertijd stimuleert de gemeenschappelijke munt verdere economische integratie van nationale economieën, waardoor deze op hun beurt sterker van elkaar afhankelijk worden (gedurende de afgelopen tien jaar zijn met name de handels- en kapitaalstromen toegenomen, zie Hoofdstuk

Duidelijke toedeling van verantwoordelijkheden

¹ Voor een gedetailleerdere beschrijving van het huidige kader wordt verwezen naar het artikel "Het economisch-beleidskader in de EMU" in het ECB-Maandbericht van november 2001.

5). Te gedecentraliseerde en ongecoördineerde beleidsreacties zouden contraproductief kunnen zijn doordat niet genoeg rekening wordt gehouden met de groeiende interdependentie. Autonome besluitvorming in het bijzonder, zal waarschijnlijk minder doeltreffend zijn in het opvangen van gemeenschappelijke economische schokken die de meeste of alle landen op globaal dezelfde wijze treffen. Bovendien moeten lidstaten rekening houden met mogelijke overloopeffecten (d.w.z. beleidsbesluiten in een lidstaat kunnen andere lidstaten beïnvloeden). Daarnaast dient het economisch beleid van lidstaten op stabiliteit georiënteerd te zijn ter waarborging van de verenigbaarheid met de primaire doelstelling van het gemeenschappelijke monetaire beleid. Dit is des te noodzakelijker aangezien de lidstaten van het eurogebied niet langer hun eigen monetaire of wisselkoersbeleid kunnen bepalen en derhalve van andere beleidsmaatregelen afhankelijk zijn ter stimulering van de concurrentie en ter aanpassing aan schokken. Deze overwegingen pleiten voor coördinatie op economisch beleidsterrein. Dergelijke coördinatie kan plaatsvinden ofwel door beleidsmaatregelen te onderwerpen aan een op regels gebaseerde aanpak die stoelt op “harde” wetgeving of procedures, ofwel via een “zachte” aanpak gebaseerd op “peer pressure” of onderlinge steun tussen lidstaten en een dialoog op Gemeenschapsniveau.

**Drie wijzen van
beleidsvorming**

Het Verdrag voorziet in drie verschillende wijzen van beleidsvorming binnen de verschillende werkerreinen van de EMU: i) volledige overdracht van de monetaire-beleidsbevoegdheden naar het Gemeenschapsniveau, ii) op regels gebaseerde begrotingsbeleidscoördinatie, iii) “zachte” coördinatie op overige economische beleidsterreinen. In de volgende paragrafen zal elk van deze beleidsterreinen worden belicht.

**Institutionele kader
is solide**

De belangrijkste conclusie van dit Hoofdstuk is dat het institutionele kader van het eurogebied gedurende de eerste tien jaar een adequaat raamwerk heeft geboden voor het functioneren van de EMU. Het nieuwe Verdrag van Lissabon heeft de institutionele arrangementen van de EMU in essentie ongemoeid gelaten, en daarmee de passendheid van het kader erkend.²

GEMEENSCHAPSNIIVEAU

De onafhankelijkheid, verantwoordingsplicht en transparantie van de centrale bank

De economische theorie en historische voorbeelden uit de voorafgaande decennia hebben overtuigend aangetoond dat centrale-bankonafhankelijkheid een voorwaarde is voor het bereiken en handhaven van prijsstabiliteit. Tegen deze achtergrond is in het Verdrag de meerdimensionale onafhankelijkheid van de ECB vastgelegd, hetgeen haar onafhankelijkheid legitimeert.

**Naar centrale-bank-
onafhankelijkheid: een
mondiale tendens**

Gedurende de afgelopen paar decennia werd de ontwikkeling van monetaire-beleidskaders overal ter wereld gekenmerkt door een mondiale tendens richting centrale-bankonafhankelijkheid. Zoals uit het onderstaande zal blijken, heeft laatstgenoemd begrip vele facetten. Meer bevoegdheden en autonomie vereisen democratische legitimiteit, hetgeen een hoge mate van transparantie vraagt bij de tenuitvoerlegging van monetair beleid, en intensieve communicatie met het publiek. Achter deze brede ontwikkeling lag een radicale verandering in het denken van economen in de jaren zeventig, waarbij de fundamentele rol van verwachtingen in economisch gedrag werd erkend.

2 Het Verdrag van Lissabon is op 13 december 2007 door de staatshoofden en regeringsleiders van de EU ondertekend. Het wijzigt het Verdrag betreffende de Europese Unie en het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap en is er op gericht de uitgebreide Europese Unie democratischer, transparanter en effectiever te laten functioneren. Het Verdrag van Lissabon zal, na ratificatie door alle lidstaten, in 2009 in werking treden.

Reden voor centrale-
bankonafhankelijkheid

Centrale-bankonafhankelijkheid, ofwel het afschermen van de centrale bank van politieke invloed in de tenuitvoerlegging van haar monetaire beleid, zorgt er voor dat het monetaire beleid gericht is op prijsstabiliteit en draagt daardoor bij aan het verankeren van de inflatie en inflatieverwachtingen op lage niveaus. Na de hoge inflatie van de jaren zeventig rees de vraag waarom de centrale banken het uit de hand lopen van de inflatie hadden toegestaan, en hoe een dergelijke ontwikkeling in de toekomst zou kunnen worden voorkomen. Een belangrijke verklaring die naar voren is gebracht, was dat centrale banken de controle over de inflatie hadden verloren vanwege hun gebrek aan onafhankelijkheid. Zonder centrale-bankonafhankelijkheid kan het monetaire beleid niet geloofwaardig op prijsstabiliteit worden gericht, aangezien het op elk moment kan worden blootgesteld aan politieke voorkeuren om op de korte termijn de productie te verhogen ten koste van een hogere inflatie op de langere termijn. Het publiek zal dit probleem echter doorzien en vanaf het begin een hogere inflatie verwachten, zodat de gepercipieerde korte-termijnafruïl tussen inflatie en productie teniet zal worden gedaan en een permanent hogere inflatie zal volgen als de enige zekere uitkomst. De enige manier om aan dit dilemma te ontsnappen, is de monetaire-beleidsbevoegdheid te delegeren aan een onafhankelijke centrale bank met een duidelijk mandaat om de prijsstabiliteit te waarborgen.

De economische reden die ten grondslag ligt aan centrale-bankonafhankelijkheid dient te worden vertaald in een veelomvattend en gedetailleerd wettelijk kader. Teneinde de noodzakelijke onafhankelijkheid van de ECB/het ESCB te garanderen, kunnen de volgende dimensies van monetaire-beleidsafhankelijkheid uit het Verdrag worden afgeleid.

Onafhankelijkheid van de
ECB heeft vier dimensies

De institutionele onafhankelijkheid van de ECB van enige inmenging, waaronder door overheden, wordt gewaarborgd in artikel 108 van het Verdrag. In deze bepaling wordt expliciet gestipuleerd dat het noch de ECB, noch enig lid van haar besluitvormende organen is toegestaan bij de uitoefening van de bevoegdheden instructies te vragen dan wel te aanvaarden van instellingen of organen van de Gemeenschap, van regeringen van lidstaten of van enig ander orgaan. Het Verdrag stelt verder dat de instellingen en organen van de Gemeenschap en de regeringen van de lidstaten zich ertoe verplichten dit beginsel te eerbiedigen en zich te onthouden van pogingen tot beïnvloeding van de leden van de besluitvormende organen van de ECB. De institutionele onafhankelijkheid van de ECB wordt vervolledigd door haar eigen wetgevende bevoegdheden en haar adviesrol betreffende ontwerp-wetvoorstellen op nationaal en Gemeenschapsniveau die onder haar bevoegdheden vallen.

De bepalingen van het Verdrag garanderen dat de ECB beschikt over alle noodzakelijke competenties en bevoegdheden ter verwezenlijking van haar mandaat, waardoor zij functionele onafhankelijkheid krijgt toegekend. De ECB heeft bijvoorbeeld de exclusieve bevoegdheid voor het monetaire beleid in het eurogebied. De volledige zeggenschap die de ECB heeft over de monetaire basis, wordt gewaarborgd door haar alleenrecht op de uitgifte van bankbiljetten en het vereiste dat voor de uitgifte van munten door de lidstaten toestemming van de ECB nodig is. Artikel 101 van het Verdrag schermt het Eurosysteem tevens af van druk om monetaire financiering van overheidsschuld toe te staan door een verbod op het verstrekken van leningen door het Eurosysteem aan de publieke sector.

Personele onafhankelijkheid voorziet de leden van de Raad van Bestuur van de noodzakelijke ambtszekerheid en draagt bij tot het voorkomen van belangenverstrengeling. In dit verband beschermen de ESCB/ECB-Statuten de personele onafhankelijkheid van de besluitvormende organen van de ECB door in betrekkelijk langlopende tijdelijke contracten te voorzien en ontslag op grond van in het verleden gevoerd beleid uit te sluiten. Een kernoverweging hierbij is er voor te

zorgen dat centralebankiers aanzienlijk langere mandaten hebben dan politici, en dus een langere beleidshorizon hebben waarbij het accent ligt op middellange-termijnoverwegingen, terwijl politici kortere-termijndoelstellingen hebben die samenvallen met verkiezingscycli.

Ten slotte is de financiële onafhankelijkheid, inhoudende de autonomie van de centrale bank met betrekking tot haar financiële middelen en inkomsten, van belang daar dit de centrale bank in staat stelt haar taken effectief uit te voeren. Binnen de EMU is dit zeker gesteld doordat de ECB haar eigen begroting heeft, onafhankelijk van die van de EU, en door de inschrijving op en betaling van het kapitaal van de ECB door de nationale centrale banken van het Eurosysteem.

In het Verdrag van Lissabon wordt de ECB expliciet genoemd als een van de instellingen van de Unie. Deze wijziging in de juridische status van de ECB heeft geen wezenlijke gevolgen voor haar positie binnen het institutionele kader van de EU, aangezien het Verdrag van Lissabon geen van de belangrijkste institutionele kenmerken van de ECB wijzigt, zoals haar hoofddoel en taken, haar bevoegdheid rechtsinstrumenten aan te nemen, alsmede haar eigen rechtspersoonlijkheid en onafhankelijkheid.

De verreikende onafhankelijkheid die door het Verdrag en de Statuten aan de ECB is toegekend, dient afdoende te worden gelegitimeerd teneinde in overeenstemming te zijn met de democratische grondbeginselen van de Europese maatschappij. Het vereist het afleggen van verantwoording aan het grote publiek en democratisch gekozen organen. De democratische legitimiteit van onafhankelijke centrale bank wordt in de afzonderlijke democratische systemen verschillend gereguleerd. Hun mandaten kunnen tevens variëren op basis van het aantal doelstellingen die zij dient na te streven.

Wat betreft de democratische legitimiteit van de ECB/het ESCB, kunnen drie elementen worden belicht. Ten eerste is de ratificatie van het Verdrag en de wijzigingen door nationale wetgeving van de statuten van de nationale centrale bank, een belangrijke bron van democratische legitimiteit. Het tweede belangrijke element is dat de leden van de Raad van Bestuur, waaronder de Directieleden van de ECB en de presidenten van de nationale centrale banken, worden benoemd door democratische instellingen. Ten slotte moet de ECB verslag doen van haar beleid.

Wat betreft de verantwoordingsplicht, dient de ECB aan de burgers en hun vertegenwoordigers in het Europees Parlement uit te leggen hoe zij aan haar mandaat heeft voldaan. Meer in het bijzonder is de ECB verplicht een jaarverslag op te stellen voor het Parlement, de Raad, de Commissie en de Europese Raad over haar monetaire beleid en overige activiteiten (voor verdere informatie over deze organen, zie paragraaf 2.2. hieronder). De ECB dient dit verslag voor te leggen aan het Europees Parlement en de Raad. Bovendien kunnen de President van de ECB en de overige leden van de Directie op verzoek van het Europees Parlement of op eigen initiatief worden gehoord door de bevoegde comités van het Europees Parlement (de verslagleggingsverplichtingen van de ECB vis-à-vis het Europees Parlement worden toegelicht in paragraaf 2.2).

Het afleggen van verantwoording wordt eenvoudiger gemaakt indien een centrale bank aan een duidelijk mandaat moet voldoen. In de EU geeft het Verdrag de ECB/het ESCB een duidelijk hoofddoel, namelijk het handhaven van prijsstabiliteit. Indien een centrale bank daarentegen verschillende doelstellingen tegelijkertijd zou moeten nastreven, zou het moeilijker zijn haar verantwoording te laten afleggen voor de invulling van haar mandaat. Bovendien heeft de Raad van Bestuur van de ECB een kwantitatieve definitie van het te verwezenlijken doel en een pas-

sende en begrijpelijke strategie vastgesteld, die discretionaire besluiten en persoonlijke invloed op de besluitvorming inperken.

Het feit dat de wereldwijde daling van de inflatie en het succesvol verankeren van de inflatieverwachtingen gedurende de afgelopen twee decennia samenviel met de mondiale tendens naar centrale-bankonafhankelijkheid, toont duidelijk aan dat centrale-bankonafhankelijkheid een voorwaarde is voor het bereiken en handhaven van prijsstabiliteit. Dit beeld wordt tevens ondersteund door formele empirische gegevens. Een groot aantal studies hebben aangetoond dat voor alle landen geldt dat grotere centrale-bankonafhankelijkheid een lagere gemiddelde inflatie met zich meebrengt.³

MONETAIR BELEID

Het Verdrag van Maastricht legt de verantwoordelijkheid voor het gemeenschappelijke monetaire beleid bij de ECB en wijst haar een hoofddoel toe, het handhaven van prijsstabiliteit. Onverminderd dit hoofddoel, dient het monetaire beleid het algemene economische beleid in de Gemeenschap te ondersteunen. Deze afspraken stelen op het principe – ondersteund door empirische gegevens en wetenschappelijk onderzoek en geschraagd door een brede publieke consensus – dat de beste bijdrage die de ECB kan leveren aan de algemene economische doelstellingen in de Gemeenschap, zoals duurzame en niet-inflatoire groei en een hoog niveau van werkgelegenheid, ligt in het handhaven van prijsstabiliteit. Hoofdstuk 3 behandelt de hoofdkenmerken van het monetaire-beleidskader en de implementatie ervan. De ervaringen van de afgelopen tien jaar hebben de soliditeit en robuustheid van deze aanpak bevestigd, zoals blijkt in Hoofdstuk 4, dat ingaat op de macro-economische prestaties van het eurogebied.

In het eurogebied worden monetaire-beleidsbeslissingen genomen door de Raad van Bestuur van de ECB, bestaande uit de zes leden van de ECB-Directie en de Presidenten van de nationale centrale banken van de landen die deel uitmaken van het eurogebied, conform het principe van één stem per persoon. Wat betreft de transacties waarmee de monetaire-beleidsbeslissingen worden geïmplementeerd, deze worden door de Raad van Bestuur, waar mogelijk en passend, verricht via de nationale centrale banken, overeenkomstig het beginsel van operationele decentralisatie⁴ (hoewel de minimale inschrijvingsrente voor biedingen gedurende de wekelijkse basisherfinancieringstransacties bijvoorbeeld centraal door de ECB wordt vastgesteld, worden de tendertransacties zelf door de nationale centrale banken en hun tegenpartijen in de markt verricht).

Voor de euro is een flexibel wisselkoersstelsel ingevoerd. Dit betekent dat de externe waarde van de euro – net als die van andere belangrijke valuta's, zoals de Amerikaanse dollar - wordt bepaald door de markten. De wisselkoers is geen economisch-beleidsinstrument. Het zou ook weinig zinvol zijn geweest om de euro in het leven te roepen en vervolgens het monetaire beleid bloot te stellen aan externe in plaats van interne vereisten. Prijsstabiliteit is een doelstelling voor zowel het monetaire als het wisselkoersbeleid, en dus is er geen wisselkoersdoelstelling. Bij de tenuitvoerlegging van haar monetaire beleid houdt de ECB rekening met de wisselkoers voorzover deze de economische situatie en de vooruitzichten voor prijsstabiliteit beïnvloedt.

Grotere onafhankelijkheid
zorgt voor lagere inflatie

De Raad van Bestuur van
de ECB bepaalt het
monetaire beleid

Flexibel wisselkoersregime
voor de euro

3 Zie P. Moutot, A. Jung en F. Mongelli (2008), "The workings of the Eurosystem. Monetary policy preparations and decision making", Annex 1, ECB Occasional Paper Nr 79, voor een kort overzicht van het bewijs en de herbeoordeling.

4 Voor een analyse van het decentralisatiebeginsel en het verschil met het subsidiariteitsbeginsel, zie Zilioli, ESZB-Satzung, Artikel 12, in von der Groeben-Schwarze hrgb., Kommentar zum Vertrag über die Europäische Union, 2003, 6e uitgave, blz. 427-428 en Zilioli, Selmayr, The Law of the ECB, Hart publishing 2001, blz. 70-71.

Gezond begrotingsbeleid
nodig

Begrotingsbeleid
gecoördineerd middels
Stabiliteits- en Groeipact

“Zachte” coördinatie
van structurele beleids-
maatregelen

NATIONAAL NIVEAU

Begrotingsbeleid

Voor de goede werking van de Monetaire Unie is begrotingsdiscipline vereist, aangezien ondeugdelijk begrotingsbeleid verwachtingen zou kunnen wekken of tot politieke druk op de centrale bank kan leiden om hogere inflatie toe te staan teneinde de schuldenlast van de overheidssector te verminderen of de rente laag te houden. Het Verdrag bevat derhalve verschillende bepalingen ter voorkoming van dergelijke risico's. Hoofdstuk 4 biedt een gedetailleerder verslag van begrotingsbeleidsmaatregelen en de uitkomsten ervan.

Ten eerste bevat het Verdrag een expliciet verbod op het financieren door centrale banken van overheidstekorten. Het Verdrag bepaalt tevens dat de overheidssector geen bevoorrechte toegang tot financiële instellingen dient te hebben. Daarnaast maakt de in het Verdrag vervatte “no bail-out”-clausule duidelijk dat noch de Gemeenschap noch enige lidstaat aansprakelijk zou moeten zijn voor verplichtingen van een andere lidstaat.

Daarenboven bevat het Verdrag een verplichting voor lidstaten om buitensporige tekorten te voorkomen. Voor lidstaten die niet voldoen aan de plafonds voor overheidstekorten en -schulden die zijn vastgelegd in het aan het Verdrag gehechte Protocol betreffende de buitensporige-tekortenprocedure, kan dit uiteindelijk leiden tot financiële sancties.

Het begrotingskader werd in 1997 aanzienlijk verbeterd middels de invoering van het Stabiliteits- en Groeipact (SGP).⁵ Het preventieve gedeelte van het SGP biedt een concretere procedure voor multilateraal toezicht, waarbij leden van het eurogebied een stabiliteitsprogramma indienen, terwijl niet-leden een convergentieprogramma indienen. Deze jaarlijkse programma's geven een overzicht van de economische en begrotingsontwikkelingen in elk land, een middellange-termijndoelstelling voor het begrotingsbeleid, en een aanpassingspad richting deze doelstelling. De Raad kan tevens een vroegtijdige waarschuwing geven. Daarnaast heeft het SGP middels zijn correctieve onderdeel de verschillende stappen en het tijdschema van de buitensporige-tekortenprocedure verduidelijkt en gestroomlijnd.

Wat het correctieve onderdeel betreft, heeft de hervorming van het SGP in 2005 de procedures flexibeler gemaakt. In het bijzonder is het gebruik van discretie bij de bepaling van een buitensporig tekort verruimd en zijn de procedurele tijdslimieten verlengd. Met betrekking tot het preventieve onderdeel, is in het herziene SGP ook meer discretie toegestaan wat betreft het vaststellen van en de voortgang naar de middellange-termijndoelstelling. Veel waarnemers, waaronder de ECB, hebben de zorg geuit dat deze wijzigingen het vertrouwen in het begrotingskader en de houdbaarheid van de overheidsfinanciën in de landen van het eurogebied zouden ondermijnen – en het over het geheel genomen complexer en minder transparant zouden maken.

Structurele beleidsmaatregelen

Het Verdrag eist van lidstaten dat zij hun economisch beleid als een aangelegenheid van gemeenschappelijk belang dienen te beschouwen. De Globale Richtsnoeren voor het Economische Beleid (GREB's) vormen de hoekstenen van deze opzet. Het Verdrag voorziet tevens in een multilateraal toezichtskader voor werkgelegenheidsbeleid, waaronder de goedkeuring van Werk-

⁵ Het Pact voor Stabiliteit en Groei, dat in juni 1997 werd aangenomen, bestaat uit een Resolutie en de Verordeningen van de Europese Raad Nr 1466/97 en Nr 1467/97. Zie tevens J. Stark, (2001), “The genesis of a pact”, in: Brunila, A., M. Buti en D. Franco (eds.), *The Stability and Growth Pact. The architecture of fiscal policy in EMU*. Basingstoke: Palgrave.

gelegenheidsrichtlijnen. Hoewel de Raad aanbevelingen mag doen aan lidstaten die de GREB's niet naleven, voorziet het Verdrag echter niet in enig afdwing- of sanctiemechanisme.

De structurele beleidsmaatregelen vormen een belangrijk onderdeel van de algehele coördinatie van economisch beleid en zijn onderhevig aan een “zachte” coördinatieaanpak, die grotendeels op “peer pressure” en ondersteuning berust. Zoals in Hoofdstuk 4 wordt besproken, zijn er voor het soepel functioneren van de EMU zeerflexibele en concurrerende markten nodig, aangezien de landen niet langer kunnen teruggrijpen op sommige van de pre-EMU-aanpassingsmechanismen teneinde hun concurrentievermogen te herstellen (bijv. door devaluatie van de munt). Economische beleidsmaatregelen gericht op de aanbodzijde van de economie dienen rekening te houden met de specifieke omstandigheden in elk land, en derhalve is alleen een “zachte” coördinatie van dergelijke landspecifieke beleidsmaatregelen haalbaar.

In maart 2000 heeft de Europese Raad van Lissabon deze aanpak verfijnd door de zogeheten Lissabon-strategie goed te keuren, waarin een ambitieus programma van structurele hervorming uiteen wordt gezet teneinde het groeipotentieel van de Europese Unie te versterken. In de Strategie worden twee institutionele innovaties doorgevoerd: (i) de “voorjaarsbijeenkomsten” waar de Europese Raad wordt verzocht politieke steun aan en richtsnoeren voor economische beleidsmaatregelen en structurele hervormingen te geven; en (ii) een nieuwe “Open Wijze van Coördinatie” (een nieuwe vorm van bestuur in de EU) als middel om de samenwerking te verbeteren via het vaststellen van “best practices” (voorkeursprocedures).

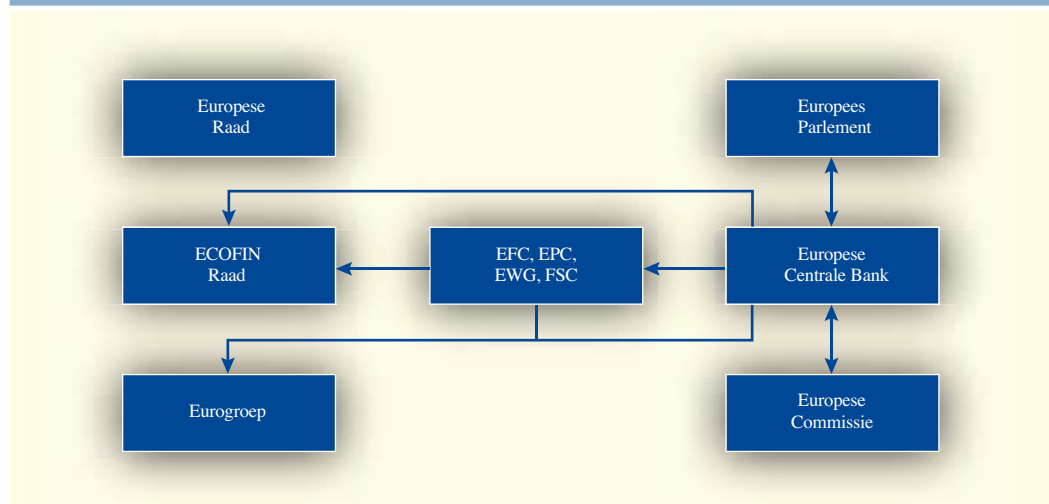
Vijf jaar na de vaststelling ervan, waren de resultaten van de Lissabon-strategie echter nogal gemengd. Na een onderzoek verricht door een door Wim Kok, de voormalige Premier van Nederland, voorgezeten “high-level group”, kwam de Europese Raad in het voorjaar van 2005 overeen de Lissabon-strategie substantieel te wijzigen. De Lissabon-strategie werd weer meer op groei en werkgelegenheid gericht, en de beheerstructuur werd gestroomlijnd met het oog op het versterken van de nationale zeggenschap over structurele hervormingen en, aldus, de politieke legitimiteit van het gehele proces.

De Europese Raad kwam in het voorjaar van 2005 verder overeen om de GREB's en de Werkgelegenheidsrichtlijnen samen te voegen in één pakket, de Geïntegreerde Richtlijnen, teneinde de onderlinge consistentie te verbeteren. Zij zijn thans goedgekeurd voor een periode van drie jaar, met, voorzover nodig, jaarlijkse actualiseringen. Bovendien zijn de vele voorgaande rapporten vervangen door nationale hervormingsprogramma's, die een jaarlijkse beoordeling van de geboekte vooruitgang mogelijk maken.

Gezien de grote omvang van het eurogebied, is het niet verrassend dat de lidstaten op economisch gebied verschillend presteren (zie paragraaf 3 in Hoofdstuk 4 voor een beschrijving van de verschillen in macro-economische prestaties tussen de landen van het eurogebied). Hetzelfde kan worden gezegd van andere grote muntgebieden, zoals de Verenigde Staten. Het feit echter, dat economische verschillen in het eurogebied van blijvende aard plegen te zijn, wijst er op dat de economieën van het eurogebied onvoldoende flexibel zijn. Het is daarom van essentieel belang dat overheden zich tot de doelstellingen van de Lissabon-strategie blijven verplichten teneinde de vruchten van de EMU te plukken.

2.2 INTERACTIE VAN DE ECB MET ANDERE GEMEENSCHAPSINSTELLINGEN EN -ORGANEN

Grafiek I Betrekkingen van de ECB met andere Gemeenschapsinstellingen en -organen



Het zojuist beschreven institutionele kader van de EMU vereist een intensievere interactie tussen Gemeenschaps- en supranationale instellingen. Deze paragraaf completeert de bovenstaande overwegingen betreffende de algemene beginselen die aan het EMU-kader ten grondslag liggen. Hier wordt in het bijzonder gekeken naar de interactie tussen de ECB en de belangrijkste Gemeenschapsinstellingen.⁶

BETREKKINGEN MET HET EUROPEES PARLEMENT

ECB heeft verslagleggingsverplichtingen t.o.v. het Europees Parlement

Zoals reeds is opgemerkt, is de ECB, als tegenwicht voor haar onafhankelijkheid, transparant vis-à-vis het grote publiek en onderworpen aan uitgebreide rapportageverplichtingen, in het bijzonder ten opzichte van het Europees Parlement. In deze context kunnen de President van de ECB en de overige leden van de Directie op verzoek van het Europees Parlement of op eigen initiatief worden gehoord door de bevoegde comités van het Europees Parlement. In de praktijk verschijnt de President van de ECB elk kwartaal voor het Comité voor Economische en Monetair Aangelegenheden. Het Jaarverslag van de ECB wordt aangeboden aan zowel het Comité voor Economische en Monetair Aangelegenheden als aan de plenaire vergadering van het Europees Parlement.

Verder zijn er buiten de Verdragsvereisten om een aantal andere contacten tussen de ECB en het Europees Parlement, zoals informele bezoeken. De ECB heeft er tevens in toegestemd schriftelijke vragen van leden van het Europees Parlement te beantwoorden. Ter vergroting van de transparantie, worden zowel de vragen als de antwoorden in het Publicatieblad van de EU gepubliceerd.

⁶ Opgemerkt zij dat bovenstaande Grafiek alleen de interacties tussen de ECB en de andere Gemeenschapsinstellingen/-fora weergeeft, niet die tussen laatstgenoemden. Voor een uitgebreidere analyse, zie tevens het artikel "De betrekkingen van de ECB met instellingen en organen van de Europese gemeenschap" in het ECB-Maandbericht van oktober 2000.

Dit kader zorgt er voor dat de gekozen vertegenwoordigers van de EU en het publiek de ECB op effectieve wijze verantwoording kunnen doen afleggen.

BETREKKINGEN MET DE ECOFIN-RAAD EN ZIJN VOORBEREIDENDE COMMISSIES

De Ecofin-Raad, d.w.z. de Raad die bijeenkomt in de samenstelling van de Ministers van Financiën, bespreekt economische en financiële beleidsonderwerpen die betrekking hebben op de EU als geheel en kan (in tegenstelling tot de Eurogroep, zie onderstaande subparagraaf) formele besluiten nemen. Het Verdrag voorziet in de mogelijkheid dat de President van de ECB Raadsvergaderingen bijwoont wanneer de Raad zaken bespreekt die verband houden met de doelstellingen en taken van de ECB/het Eurosysteem. Het Verdrag voorziet tevens in de mogelijkheid dat de Voorzitter van de Raad (de facto, de Voorzitter van de Eurogroep) aan de vergaderingen van de Raad van Bestuur deelneemt, zij het zonder stemrecht.

President van de ECB mag
Ecofin-Raadsvergaderingen
bijwonen

De besluiten van de Ecofin-Raad worden voorbereid door het Economisch en Financieel Comité (EFC), waarin hooggeplaatste vertegenwoordigers van Ministeries van Financiën en centrale banken, en hooggeplaatste functionarissen van de Europese Commissie en van de ECB zitting hebben. Het EFC speelt een sleutelrol in het beoordelen van de economische en financiële situatie van de lidstaten en van de Gemeenschap, en coördineert tevens de standpuntbepalingen van de EU in internationale fora. Het Comité Financiële Diensten is betrokken bij de voorbereiding van Ecofin-besluiten op het gebied van financiële dienstverlening en financieel toezicht. De ECB is tevens lid van het Economisch en Financieel Comité (EFC), dat een sleutelrol speelt in het voorbereiden van de overwegingen van de Ecofin-Raad op het gebied van structurele hervormingen.

BETREKKINGEN MET DE EUROGROEP

Het economisch bestuur in het eurogebied berust in hoge mate op de informele besprekingen die plaatsvinden in de Eurogroep. In dit informele orgaan, dat in december 1997 werd opgericht middels een Resolutie van de Luxemburgse Europese Raad, komen eens per maand de Ministers van Financiën van de eurogroep bijeen. Ook de Commissaris voor Economische en Monetaire Aangelegenheden en de President van de ECB worden uitgenodigd deel te nemen.

Dialogo met de
Eurogroep...

In de Eurogroep vindt een openhartige gedachtewisseling plaats tussen de belangrijke beleidsmakers van het eurogebied. Deze besprekingen stellen de ECB in staat informatie uit de eerste hand te verkrijgen en haar beleidsbeslissingen toe te lichten.

Gedurende de afgelopen tien jaar heeft de Eurogroep aan belang gewonnen. Dit weerspiegelt zich in de agenda van de Eurogroep, die in de loop der tijd voller is geworden. Hoewel in het verleden de nadruk vooral lag op begrotingsbeleid, houdt de Eurogroep zich thans ook bezig met andere beleidsonderwerpen, zoals structurele hervormingen, ontwikkelingen in het concurrentievermogen van afzonderlijke landen van het eurogebied, financiële stabiliteit en wisselkoersontwikkelingen. De informele rol van de Eurogroep wordt thans erkend in een aan het nieuwe Verdrag van Lissabon gehecht Protocol, waarin "een steeds nauwere coördinatie van economisch beleid" in het eurogebied tot doel wordt gesteld.

... heeft aan belang
gewonnen

BETREKKINGEN MET DE EUROPESE COMMISSIE

De Europese Commissie speelt een belangrijke rol in het institutionele kader van de EMU. De Commissie heeft het recht van initiatief tot het voorstellen van Gemeenschapswetgeving ter goedkeuring door het Europees Parlement en de Raad. Zij speelt een sleutelrol in het controleren van de tenuitvoerlegging van besluiten en overeenkomsten die op Europees niveau worden getroffen. De ECB heeft regelmatig contact met de Commissie en wisselt ideeën uit met Commissievertegenwoordigers in het kader van Europese vergaderingen. Bovendien kan de Commissaris voor Economische en Monetaire Aangelegenheden deelnemen aan vergaderingen van de Raad van Bestuur, zij het zonder stemrecht. Buiten deze formele contacten om, heeft de ECB een aantal informele werkcontacten met de Commissiediensten aangeknoopt.

2.3 UITBREIDINGSPROCESSEN

UITBREIDING VAN DE EU

De eerste tien jaar van de euro vielen samen met een ongeëvenaarde uitbreiding van de Europese Unie. Op 1 mei 2004 traden tien nieuwe landen toe tot de Unie, en op 1 januari 2007 volgden er nog twee. De uitbreiding was in veel opzichten de grootste en meest veelomvattende in de geschiedenis van de Europese Unie. Het totale aantal lidstaten steeg van 15 naar 27 en de totale bevolking groeide met rond 100 miljoen naar bijna 500 miljoen. Tegelijkertijd is het economisch effect van deze groei over het geheel genomen betrekkelijk gering geweest. Het totale bbp nam met minder dan 10% toe, aangezien het inkomen per hoofd van de bevolking in de meeste nieuwe lidstaten op het moment van toetreding aanzienlijk lager lag dan het EU-gemiddelde.

De uitbreiding zal naar verwachting in de komende jaren voortduren, zij het in een langzamer tempo. Drie landen hebben de status van kandidaatland gekregen: Turkije in 1999, Kroatië in 2004 en de voormalige Joegoslavische Republiek Macedonië in 2005. Alle overige landen van de westelijke Balkan zijn mogelijke kandidaatlanden en hebben derhalve het vooruitzicht uiteindelijk lid van de EU te worden.

Aangezien van alle nieuwe lidstaten wordt verwacht dat zij op enig moment de euro zullen invoeren, heeft het Eurosysteem de uitbreiding van de EU nauwgezet gevolgd, en zal dat blijven doen. De Algemene Raad van de ECB beoordeelt regelmatig de economische, financiële en monetaire ontwikkelingen in de kandidaatlanden en potentiële kandidaatlanden. Het Eurosysteem voert tevens nauw overleg met de centrale banken van de landen die zich voorbereiden op toetreding tot de EU. Ter voorbereiding op voorgaande toetredingsrondes, organiseerde het Eurosysteem in samenwerking met de nationale centrale banken een reeks seminars over het EU-toetredingsproces, die de centrale banken van de toetredingslanden hielpen bij het soepel integreren in het ESCB. De ECB onderhoudt tevens intensieve contacten met de centrale banken van de huidige kandidaatlanden, waaronder een jaarlijkse “high-level” beleidsdialoog, en wisselt gegevens met hen uit.

UITBREIDING VAN HET EUROGEBIED

De euro begon als de gemeenschappelijke munt van 11 lidstaten. Tien jaar later is het de munt geworden van 15 lidstaten. Het eurogebied is reeds drie keer uitgebreid. Griekenland kwam erbij in 2001, Slovenië in 2007, en Cyprus en Malta in 2008. Voor de toekomst worden verdere uitbreidingen van het eurogebied verwacht.

De EU-landen bewegen zich richting invoering van de euro volgens een welomschreven procedure bestaande uit een aantal fasen.

De eerste fase loopt tot het moment dat een lidstaat aan het wisselkoersstelsel ERM II gaat deelnemen. In deze fase is het monetaire en wisselkoersbeleid van het betreffende land onderworpen aan drie essentiële Verdragsvereisten. Ten eerste dient het land zijn wisselkoersbeleid te behandelen als een zaak van gemeenschappelijk belang. Ten tweede dient als hoofddoelstelling van het monetaire beleid prijsstabiliteit te worden nagestreefd. Ten derde dient het land buitensporige tekorten te voorkomen (hoewel financiële sancties krachtens de buitensporige-tekortenprocedure slechts van toepassing zijn zodra een land de euro heeft ingevoerd).

De tweede fase begint wanneer een lidstaat toetreedt tot het ERM II. Binnen dit stelsel is de valuta van een land onderworpen aan een regime van vaste, maar aanpasbare, wisselkoersen, rond een spilkoers ten opzichte van de euro en binnen een fluctuatiemarge die een standaardbreedte heeft van 15% boven en onder de spilkoers. Het stelsel is een directe opvolger van het oorspronkelijke wisselkoersstelsel dat vanaf 1979 tot de invoering van de euro op 1 januari 1999 heeft bestaan. Het wisselkoersstelsel speelt een stabiliserende rol, helpt het macro-economische beleid een houdbare koers te varen, en draagt bij tot het verankeren van de inflatieverwachtingen. Voor lidstaten die op weg zijn naar invoering van de euro vormt ERM II een markttest, aangezien van de landen wordt verwacht dat zij een op stabiliteit gericht beleid nastreven ter bevordering van wisselkoersstabiliteit en nominale convergentie. Op deze wijze kan deelname aan het ERM II worden beschouwd als een “oefenruimte” om zich te kwalificeren voor invoering van de euro.

De invoering van de euro – de derde fase – begint pas nadat een land op duurzame basis heeft voldaan aan alle zogeheten convergentiecriteria (zie tevens paragraaf 4.4). Deze criteria zijn neergelegd in het Verdrag van Maastricht en worden in een aangehecht Protocol nader gespecificeerd. Zij hebben tot doel zorg te dragen voor een duurzame verwezenlijking van nominale convergentie in de prijsontwikkelingen, lange rente, en overheidstekorten en -schulden. Bovendien wordt een lidstaat verwacht gedurende een periode van twee jaar te hebben deelgenomen aan het ERM II binnen de standaardfluctuatiemarges zonder dat grote spanningen zijn opgetreden. Gedurende deze periode dient het betreffende land zijn nationale wetgeving (in het bijzonder de wetgeving betreffende de statuten van de centrale bank in kwestie) volledig in overeenstemming te brengen met het Verdrag en de Statuten van het ESCB.

Het besluit of een lidstaat de vereiste mate van duurzame convergentie heeft bereikt voor invoering van de euro, wordt genomen door de Ecofin-Raad, na een bespreking tussen de staatshoofden en regeringsleiders. Het besluit is gebaseerd op de door de ECB en de Europese Commissie opgestelde convergentieverslagen, een advies van het Europees Parlement en een voorstel van de Europese Commissie. Bovendien hecht de Ecofin-Raad zijn goedkeuring aan de noodzakelijke regelgeving met betrekking tot de invoering van de euro in een nieuwe lidstaat, waaronder een verordening ter vastlegging van de onherroepelijke wisselkoers tussen de betreffende nationale munt en de euro.

Over het geheel genomen heeft de EU een duidelijk omschreven procedure vastgesteld die voorziet in de uiteindelijke invoering van de euro als het eindpunt van een gestructureerd convergentieproces binnen een multilateraal kader. Dientengevolge zou eenzijdige officiële euroïsatie niet verenigbaar zijn met het Verdrag.

Pad naar invoering
van de euro ...

... deelname aan het
ERM II...

... binnen de
fluctuatiemarges blijven...

... voldoen aan de
convergentiecriteria

Toetreding tot het eurogebied heeft een aantal operationele implicaties en vereist intensieve technische voorbereidingen, vooral met betrekking tot de overgang op de chartale euro, de instrumenten die nodig zijn voor de tenuitvoerlegging van het monetaire beleid en deelname aan euro-marktinfrastucturen voor de verwerking van betalingen en onderpandtransacties. Het Eurosysteem heeft tevens verschillende voorlichtingscampagnes gehouden teneinde kassiers en het grote publiek vertrouwd te maken met het uiterlijk en de echtheidskenmerken van de eurobankbiljetten en euromunten (bijvoorbeeld door de verspreiding van informatiebrochures aan huishoudens of het organiseren van conferenties en seminars voor het bedrijfsleven). Op het moment van invoering van de euro, worden nationale centrale banken lid van het Eurosysteem en treden hun Presidenten toe tot de Raad van Bestuur.

2.4 CONCLUSIES

Het door het Verdrag van Maastricht geïntroduceerde institutionele kader is uniek. Het combineert een gecentraliseerd monetair beleid met een gedecentraliseerd begrotings- en structuurbeleid. Naast deze duidelijke verdeling van verantwoordelijkheden, biedt het kader passende coördinatieprocedures die rekening houden met de toegenomen interdependentie tussen leden van het eurogebied na de invoering van de gemeenschappelijke munt.

De ervaringen uit de eerste tien jaar van de EMU duiden er op dat dit kader goed functioneert. Dit wordt tevens erkend in het nieuwe Verdrag van Lissabon, dat het institutionele kader ongemoeid heeft gelaten. Tegelijkertijd hebben niet alle beleidsmakers altijd aan hun verplichtingen en aan op Gemeenschapsniveau gemaakte afspraken voldaan. Als er daarom één les is die voor het tweede decennium van de EMU zou moeten gelden, dan is het dat alle beleidsmakers hun respectieve verantwoordelijkheden binnen het EMU-kader gestand zouden moeten doen. Hierdoor zal de EMU een blijvend succes zijn.



3 DE MONETAIRE-BELEIDSSTRATEGIE VAN DE ECB EN DE TENUITVOERLEGGING ERVAN

Bij de vervulling van het toegekende mandaat van het handhaven van prijsstabiliteit binnen het eurogebied, heeft de Raad van Bestuur zich vanaf de aanvang van de Monetaire Unie gebaseerd op de publiekelijk bekendgemaakte monetaire-beleidsstrategie. Al met al is de afgelopen tien jaar de strategie voor de ECB van groot nut gebleken. De monetaire-beleidsbesluiten hebben de inflatieverwachtingen voor de langere termijn stevig verankerd op niveaus die verenigbaar zijn met prijsstabiliteit. Tegelijkertijd is de flexibele vormgeving van – alsmede het brede scala aan instrumenten en procedures binnen – het operationele kader van het Eurosysteem voor de tenuitvoerlegging van het monetaire beleid effectief en doelmatig gebleken, ook in tijden van financiële onrust.

In dit Hoofdstuk wordt in paragraaf 3.1 de monetaire-beleidsstrategie van de ECB in het kort besproken. Met name wordt daarin belicht hoe de economische en monetaire analyses binnen het op twee pijlers gebaseerde kader voor de beoordeling door de Raad van Bestuur van de risico's voor de prijsstabiliteit zich gedurende het afgelopen decennium hebben ontwikkeld. In paragraaf 3.2 wordt duidelijk gemaakt hoe het gemeenschappelijke monetaire beleid in de praktijk is gevoerd en hoe het via dit beleid is gelukt een richtsnoer te verschaffen voor de inflatieverwachtingen in een klimaat van voortdurend veranderende economische en financiële verhoudingen en uitdagingen. In paragraaf 3.2 wordt de tenuitvoerlegging van het monetaire beleid nader onder de loep genomen en worden globaal vijf fasen onderscheiden, te weten: de overgang op de Monetaire Unie (medio 1998 tot medio 1999), de verkrapping van het monetaire beleid om de inflatieverwachtingen in te dammen (medio 1999 tot eind 2000), neerwaartse aanpassingen van de basisrentevoeten van de ECB (begin 2001 tot medio 2003), het ongewijzigd handhaven van de basisrentevoeten van de ECB (medio 2003 tot eind 2005) en de beëindiging van de monetaire-beleidsaccommodatie (sinds eind 2005). In paragraaf 3.3 worden de operationele instrumenten en procedures beschreven zoals die door de ECB voor de tenuitvoerlegging van de monetaire-beleidsbesluiten worden gehanteerd. In paragraaf 3.4 tenslotte wordt een aantal lessen voor de toekomst besproken.

3.1 DE MONETAIRE-BELEIDSSTRATEGIE VAN DE ECB

WAAROM PRIJSSTABILITEIT? WAT ZIJN DE VOORDELEN ERVAN?

Het Verdrag betreffende de Europese Unie (ook wel bekend als het Verdrag van Maastricht) legt een duidelijke hiërarchie van doelstellingen voor het Eurosysteem vast door een allesoverstijgend belang toe te kennen aan prijsstabiliteit. Deze keuze is gebaseerd zowel op de onduidelijke ervaringen uit het verleden als op de economische theorie. Prijsstabiliteit bevordert via verschillende kanalen een hogere levensstandaard.

Prijsstabiliteit beschermt de reële waarde van inkomen en vermogen, terwijl onverwachte inflatie onvermijdelijk aanleiding geeft tot een onbedoelde en willekeurige herverdeling. Prijsstabiliteit is in het belang van met name de meest kwetsbare groepen in de samenleving. Deze groepen houden in het algemeen een relatief groter deel van hun besparingen aan in de vorm van contant geld en spaarrekeningen, waarvan de reële waarde door inflatie gemakkelijk wordt uitgehold. Gewoonlijk is ook hun toegang tot de financiële markten nogal beperkt,

Prijsstabiliteit als
primaire doelstelling

Voordelen van
prijsstabiliteit

waardoor ze weinig gelegenheid hebben om de “inflatiebelasting” te vermijden¹. In dit opzicht vormen gepensioneerden, die van hun pensioenuitkering en de gedurende hun werkzame leven opgebouwde besparingen moeten rondkomen, een groep die bijzonder kwetsbaar is voor inflatie. Prijsstabiliteit draagt dan ook bij aan de cohesie binnen de samenleving.

Bovendien is het in een klimaat van stabiele prijzen voor de burgers gemakkelijker om onderscheid te maken tussen veranderingen in relatieve prijzen (d.w.z. veranderingen in de prijzen van afzonderlijke goederen of diensten) en veranderingen in het algemene prijspeil. Dit betekent dat de burgers volledig kunnen vertrouwen op de signaal- en informatiefunctie van de prijzen van afzonderlijke goederen en diensten. In een dergelijk klimaat weten de burgers dat een prijsverandering verband houdt met veranderingen in de “relatieve schaarste” van bepaalde goederen of diensten als gevolg van veranderingen in het aanbod van, en de vraag naar, die goederen en diensten. In die zin maakt prijsstabiliteit het gemakkelijker prijzen te vergelijken en aldus tot beter gefundeerde consumptie- en investeringsbeslissingen te komen. Dit bevordert een soepele en doelmatige werking van de verschillende markten.

Prijsstabiliteit draagt ook bij aan lagere niveaus van zowel de nominale als de reële rente. Inflatie holt bijvoorbeeld de reële waarde van nominale activa uit en in een inflatoir klimaat eisen geldgevers gewoonlijk een inflatierisicopremie als compensatie voor het door hen gelopen inflatierisico. In een klimaat van prijsstabiliteit hebben geldgevers echter geen dergelijke risicopremie nodig. Door de inflatierisicopremies te verminderen, leidt prijsstabiliteit tot een lager niveau van de reële rente, waardoor meer investeringsprojecten rendabel worden. Aldus draagt een lagere rente bij aan hogere niveaus van werkgelegenheid en economische groei.

Voorts vormt prijsstabiliteit de beste – en uiteindelijk de enige – bijdrage die een geloofwaardig monetair beleid kan leveren aan de economische groei, de werkgelegenheidscreatie en de sociale cohesie. Dit is het gevolg van het feit dat een beleidsmaker die slechts één instrument tot zijn beschikking heeft slechts één doelstelling kan verwezenlijken en niet verantwoordelijk kan worden gesteld voor de verwezenlijking van meerdere doelstellingen. Het nastreven van extra doelstellingen bergt het risico in zich van overbelasting van het monetaire beleid en zou uiteindelijk resulteren in een hogere inflatie en een hogere werkloosheid. Op de langere termijn kan het monetaire beleid slechts het prijsniveau binnen de economie beïnvloeden; het kan geen blijvende invloed uitoefenen op de economische bedrijvigheid. Dit algemene principe is ook wel bekend als de “neutraliteit van geld op de lange termijn”. Het is tegen deze achtergrond dat in het Verdrag wordt voorzien in een heldere en doelmatige toewijzing van verantwoordelijkheden, waarbij aan het monetaire beleid de primaire doelstelling van het handhaven van prijsstabiliteit is toegekend.

Recente gegevens wijzen erop dat het verband tussen inflatie en economische groei op de lange termijn zelfs wel eens negatief zou kunnen zijn, waarbij dan een permanente stijging van de inflatie per saldo tot een verlies aan reëel inkomen leidt.² Dit vormt nog een extra argument om aan de centrale bank een heldere verantwoordelijkheid toe te kennen voor het waarborgen van stabiele prijzen. Op deze wijze reduceert het monetaire beleid niet alleen de kosten van inflatie tot een minimum, maar draagt het er ook toe bij het productieve potentieel van de economie op de lange termijn zo groot mogelijk te maken.

¹ Voor een nadere bespreking hiervan wordt verwezen naar W. Easterly en S. Fischer, “Inflation and the Poor” World Bank Policy Research Working Paper Nr. 2335, 2000.

² Zie het artikel “Price stability and growth” in het Monthly Bulletin van mei 2008.

DE ELEMENTEN VAN DE MONETAIRE-BELEIDSSTRATEGIE

Toen de monetaire-beleidsstrategie door de Raad van Bestuur in oktober 1998 – ruim vóór de aanvang van de EMU – werd vastgesteld en bekendgemaakt, was een van de kernvragen of de strategie in staat zou zijn te functioneren onder alle omstandigheden die zich in het nieuw te vormen eurogebied zouden kunnen voordoen. Het is daarom passend eerst een kort overzicht te geven van de belangrijkste elementen van, en de redenering die ten grondslag ligt aan, de strategie.

De monetaire-beleidsstrategie is ontwikkeld op basis van uitgebreide, door het Europees Monetair Instituut (de voorloper van de ECB) verrichte, voorbereidende werkzaamheden. De strategie voorziet in een consistente en systematische benadering van de monetaire-beleidsvoering en bestaat uit twee hoofdcomponenten: ten eerste een kwantitatieve definitie van de primaire doelstelling van de ECB, te weten prijsstabiliteit, en ten tweede een uit twee pijlers bestaand kader als het ordenende principe voor de analyse die ten grondslag ligt aan de beoordeling van de vooruitzichten ten aanzien van de prijsontwikkeling. Vanaf het allereerste begin heeft de monetaire-beleidsstrategie van de ECB een stevig fundament gelegd onder de monetaire-beleidsvoering en de communicatie daaromtrent. In 2003 heeft de Raad van Bestuur, in het kader van een algehele heroverweging van de strategie, de belangrijkste elementen ervan herbevestigd.

DE DOOR DE ECB GEHANTEERDE KWANTITATIEVE DEFINITIE VAN PRIJSSTABILITEIT

Hoewel het Verdrag duidelijk aangeeft dat prijsstabiliteit de primaire doelstelling van het monetaire beleid vormt, wordt daarin geen precieze, kwantitatieve definitie daarvan gegeven. Om een duidelijke maatstaf te bieden aan de hand waarvan het publiek de ECB ter verantwoording kan roepen en om de inflatieverwachtingen voor de langere termijn te verankeren, heeft de Raad van Bestuur in 1998 een kwantitatieve definitie van prijsstabiliteit vastgesteld, die luidt dat “prijsstabiliteit wordt gedefinieerd als een jaarlijkse stijging van de Geharmoniseerde Consumptieprijsindex (HICP) voor het eurogebied met minder dan 2%. Prijsstabiliteit moet worden gehandhaafd op de middellange termijn”. Voorts heeft de Raad van Bestuur, na een grondige heroverweging van de monetaire-beleidsstrategie in 2003, verduidelijkt dat, binnen deze definitie wordt gestreefd naar een HICP-inflatie “van minder dan maar dicht bij 2%”. Met een dergelijke benadering worden waarborgen geschapen tegen de risico’s van zowel een zeer lage inflatie als deflatie.

Bij de vaststelling van de kwantitatieve definitie van prijsstabiliteit in 1998, heeft de Raad van Bestuur een aantal specifieke kenmerken van het eurogebied in aanmerking genomen:

- ten eerste vormt een het gehele gebied omspannende prijsindex – in dit geval de HICP (zie Kader 1 in Hoofdstuk 8) – de logische keuze van de ECB als de referentiewaarde voor prijsstabiliteit, aangezien deze index zich richt op monetaire transacties binnen het eurogebied;
- ten tweede heeft de definitie betrekking op het eurogebied als geheel, wat het feit weerspiegelt dat binnen een monetaire unie het monetaire beleid zich niet kan richten op land-specifieke aangelegenheden;
- ten derde brengt de definitie tot uitdrukking dat een inflatie van meer dan 2% niet verenigbaar is met prijsstabiliteit, de primaire doelstelling van de ECB. De definitie maakt echter

Twaalfmaands HICP-inflatie
onder, maar dichtbij 2% ...

ook duidelijk dat een zeer lage inflatie, en met name deflatie, ook niet verenigbaar is met prijsstabiliteit.

... op de middellange termijn

Voorts wordt in de definitie van prijsstabiliteit het feit benadrukt dat het monetaire beleid van de ECB zich op de middellange termijn richt. Aangezien het monetaire beleid de prijsontwikkelingen slechts met aanzienlijke en variabele vertragingen kan beïnvloeden, en dan nog alleen in een onzekere mate, is het voor een centrale bank niet mogelijk een specifiek tevoren vastgelegd inflatietempo te allen tijde te handhaven of de inflatie binnen een zeer korte periode weer op een gewenst niveau terug te brengen. Derhalve moet het monetaire beleid op de toekomst gericht zijn en meer in het bijzonder op de middellange termijn. Mede daardoor wordt al te veel activisme voorkomen en worden onnodige schommelingen in de reële economie vermeden. Als gevolg daarvan is een zekere mate van volatiliteit van de inflatie op de korte termijn onvermijdelijk.

Kader bestaande uit twee pijlers

DE TWEE PIJLERS VAN DE MONETAIRE-BELEIDSSTRATEGIE VAN DE ECB

De door de ECB toegepaste algehele benadering van de toekomstgerichte analyse en evaluatie van de informatie ten behoeve van de beoordeling van de risico's voor de prijsstabiliteit is gebaseerd op twee analytische perspectieven, die ook bekend staan als de twee pijlers. Deze op twee pijlers gebaseerde structuur vormt het ordenende principe voor de interne analyse die ten grondslag ligt aan de binnen de ECB gevoerde beraadslagingen omtrent het monetaire beleid en aan de daaruit resulterende monetaire-beleidsbesluiten, alsmede voor de communicatie daarvan aan de financiële markten en het grote publiek.

Economische analyse

De economische analyse strekt ertoe de risico's voor de prijsstabiliteit op de korte tot middellange termijn in kaart te brengen. Daartoe wordt getracht een beeld te krijgen van de economische schokken die van belang zijn voor een goed begrip van de prijsontwikkelingen en de productietendensen op de korte tot middellange termijn, met name in het kader van de conjunctuuranalyse. Daarbij wordt een breed scala aan indicatoren met betrekking tot de economische bedrijvigheid, de prijzen en de kosten, in hoofdzaak op het niveau van het eurogebied maar ook op sector- en landniveau, in aanmerking genomen. Op basis van al deze factoren kan tot een beoordeling worden gekomen van de dynamiek van de reële bedrijvigheid en de waarschijnlijke ontwikkeling van de prijzen vanuit het perspectief van de interactie tussen vraag en aanbod op de markten voor goederen, diensten en productiefactoren op de kortere termijn. Bij de economische analyse wordt een belangrijke rol gespeeld door regelmatig uitgevoerde prognoses van de belangrijkste macro-economische variabelen voor het eurogebied (zie Kader 1). Om gedegen beleidsbesluiten te kunnen nemen, moet de Raad van Bestuur een diepgaand inzicht hebben in de heersende economische verhoudingen en zich bewust zijn van de specifieke aard en omvang van mogelijke economische verstoringen die de prijsstabiliteit kunnen bedreigen.

Kader 1

DE MODELLERING VAN DE ECONOMIE VAN HET EUROGEBIED

Modellen van de economie vormen binnen vele centrale banken een belangrijk instrument bij de economische analyse. Dergelijke modellen worden vaak "structureel" genoemd, aangezien daarin wordt getracht de belangrijkste causale determinanten van economische beslissingen omtrent consumptie, investeringen, enz. weer te geven. De modellen worden empirisch geva-

lideerd, oftewel “geschat”, door de resultaten voor sommige macro-economische variabelen te toetsen aan waargenomen resultaten uit het verleden. Als ze eenmaal zijn geschat, kunnen de modellen worden gebruikt als laboratoriuminstrument voor de beantwoording van verschillende economische vragen: met de modellen kunnen prognoses worden gemaakt van toekomstige economische ontwikkelingen, de modellen dragen bij tot een kwantitatieve interpretatie van de invloed van bepaalde economische gebeurtenissen – zoals een verandering in de loonvorming of begrotingsmaatregelen – op de economie als geheel, en zij kunnen worden gebruikt om te beoordelen hoe economische variabelen worden beïnvloed door beleidsmaatregelen.

Sinds begin 1999 zijn de door de ECB gebruikte macro-economische modellen in belangrijke mate verder ontwikkeld. Het eerste model waarin de economie van het eurogebied op het geaggregeerde niveau werd beschreven was het zogeheten AWM-model.¹ De ontwikkeling daarvan vormde een bijzondere uitdaging, gezien de nieuwe, door de EMU geschapen, verhoudingen. Zo moest de empirische validatie van het model noodzakelijkerwijs worden gebaseerd op gegevens uit het tijdperk vóór de Monetaire Unie, zelfs al kon redelijkerwijs worden verwacht dat de Monetaire Unie een verandering in de structuur van de economie van het eurogebied teweeg zou brengen. Bovendien beschikten de nationale bureaus voor de statistiek niet over gegevens voor het gehele eurogebied. Deze moesten worden samengesteld door middel van aggregatie van nationale gegevens, hetgeen soms noopte tot ad hoc aannames. Ondanks deze problemen, heeft het AWM-model zich bewezen als instrument voor de kwantitatieve analyse van de macro-economische ontwikkeling in het eurogebied. De erin toegepaste, het gehele eurogebied omspannende benadering is ook gevolgd in de meeste later bij de ECB gebouwde modellen.²

In de loop van de jaren is de structuur van het AWM-model in een aantal opzichten verbeterd. Tegelijkertijd hebben de ontwikkelingen binnen de academische literatuur aanleiding gegeven tot een meer radicale heroverweging van de basiseisen waaraan een economisch model moet voldoen. Het prototype van een nieuwe generatie economische modellen, die vervolgens bij vele centrale banken nuttig zijn gebleken, is bij de ECB ontwikkeld: het model van Smets en Wouters voor het eurogebied.³ Dit model wordt gekenmerkt door vele innovatieve eigenschappen. Zo biedt het op het niveau van huishoudens (“micro”) gebaseerde verklaringen van waargenomen resultaten op het macro niveau, zoals de trage aanpassing van de prijzen aan exogene ontwikkelingen. In het model kan in de beslissingen van huishoudens en bedrijven ook worden gereageerd op veranderingen in de economische vooruitzichten in plaats van alleen op de ontwikkelingen uit het verleden. Tenslotte wordt het model geschat, waarbij alle relevante informatie gezamenlijk in aanmerking wordt genomen, en kan het zich met betrekking tot de korte-termijnprognose derhalve meten met zuiver statistische instrumenten.

1 Zie G. Fagan, J. Henry en R. Mestre, “An area-wide model (AWM) for the euro area”, *Economic Modelling* 22, 2005, blz. 39-59.

2 Naast het AWM-model is in een vroeg stadium bij de ECB ook een meerlandenmodel (het MCM-model) ontwikkeld in samenwerking met de nationale centrale banken. De structuur van het MCM-model lijkt sterk op die van het AWM-model, maar de economische verbanden worden geschat op het nationale niveau en niet op het niveau van het eurogebied. Het model kan derhalve dienen als belangrijk controlemiddel voor de betrouwbaarheid van de resultaten van het AWM-model.

3 Zie F. Smets en R. Wouters, “An Estimated Dynamic Stochastic General Equilibrium Model of the Euro Area”, *Journal of the European Economic Association* 1, 2003, blz. 1123-1175.

Meer recentelijk is aan de structuur van het model van Smets en Wouters verder uitbreiding gegeven in het model van Christiano, Motto en Rostagno, waarin in het bijzonder aandacht wordt geschonken aan de rol van monetaire en financiële variabelen binnen de structuur van de economie.⁴ Dit model omvat een expliciete bancaire sector, die intermediatiediensten verleent tussen geldgevers en geldnemers, en genereert een non-triviale rol voor de monetaire aggregaten binnen de economie. Het model voorziet ook in een endogene doorwerking van de beleidsrente naar de rente op bankleningen aan bedrijven, waarin een premie is begrepen ter dekking van het debiteurenrisico.

Tenslotte is een nieuwe, microgebaseerde versie van het AWM-model, het NAWM-model, ontwikkeld ter vervanging van het AWM-model als het belangrijkste instrument voor de macro-economische prognoses.⁵ Ten opzichte van de eerdergenoemde modellen, omvat het NAWM-model kenmerken van een open economie waardoor in de projecties rekening kan worden gehouden met aannames met betrekking tot onder meer externe ontwikkelingen. Het NAWM-model is met name geschikt voor scenarioanalyse en voor het beoordelen van de onzekerheid bij de prognoses. De bij de projecties gebruikte versie van het NAWM-model wordt aangevuld met een meer gedetailleerde, maar gekalibreerde versie voor het in de projecties betrekken van een breder scala aan beleidskwesties.

Mathematische modellen van de economie spelen een belangrijke ondersteunende rol bij de kwantitatieve beoordeling van de heersende economische en monetaire verhoudingen in het eurogebied. Niettemin blijven al deze modellen in sommige dimensies zeer gestileerd. Gepoogd wordt de bestaande modellen uit te breiden door daarin onder andere te voorzien in een meer bevredigende behandeling van het begrotingsbeleid en een uitgebreidere arbeidsmarktstructuur. Hoe dan ook vormen beleidssimulaties binnen structurele modellen slechts één van de vele elementen die door de Raad van Bestuur in aanmerking worden genomen binnen de algehele beoordeling van de vooruitzichten voor prijsstabiliteit in het eurogebied.

4 Zie L. Christiano, R. Motto en M. Rostagno, "The Great Depression and the Friedman-Schwartz Hypothesis," *Journal of Money, Credit and Banking* 35(6), december 2003, en L. Christiano., R. Motto en M. Rostagno, "Shocks, Structures or Policies? The EA and the US after 2001", *Journal of Economic Dynamics and Control*, verschijnt binnenkort.

5 Zie K. Christoffel, G. Coenen en A. Warne, "The New Area-Wide Model of the Euro Area: Specification, Estimation Results and Properties", stencil, juni 2007, en G. Coenen, P. McAdam en R. Straub, "Tax Reform and Labour-Market Performance in the Euro Area: A Simulation-Based Analysis Using the New Area-Wide Model", *Journal of Economic Dynamics and Control*, verschijnt binnenkort.

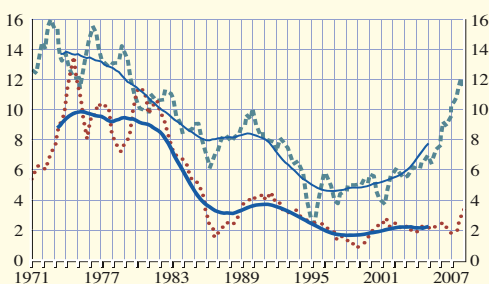
Monetaire analyse ...

De monetaire analyse is erop gericht de risico's voor de prijsstabiliteit op de middellange tot langere termijn in kaart te brengen. Daarbij spelen de monetaire ontwikkelingen en de kredietontwikkelingen, alsmede de determinanten daarvan, een belangrijke rol, gezien het feit dat de geldgroei en de inflatie op de langere termijn nauw met elkaar in verband staan (zie Grafiek 1). Dit weerspiegelt het fundamentele economische beginsel dat op de langere termijn inflatie een monetair verschijnsel is. Door aan de geldhoeveelheid een belangrijke rol toe te kennen wordt met name de middellange-termijneriëntatie van het monetaire beleid van de ECB gewaarborgd. De grafiek laat het nauwe verband zien tussen de laagfrequente componenten van de inflatie en de geldgroei, waarbij de monetaire dynamiek voorloopt op de ontwikkeling van de inflatie, en deze dus mogelijk kan voorspellen.

Grafiek I Verband tussen de HICP en M3 in het eurogebied

(twaalfmaands groeipercentages; de laagfrequente component vertegenwoordigt een periodiciteit > 10 jaar)

- HICP laagfrequente component
- HICP
- - - M3 gecorrigeerd voor het geraamde effect van portefeuilleherschikkingen
- M3 laagfrequente component



Toelichting: De laagfrequente componenten zijn afgeleid van een symmetrisch Christiano-Fitzgerald bandpassfilter van vaste lengte, toegepast op de groeipercentages van kwartaal op kwartaal op jaarbasis. De piek in de geldgroei loopt acht tot twaalf kwartalen voor op de inflatie.

De monetaire analyse steunt op een breed scala aan monetaire, financiële en economische gegevens, waarbij gebruik wordt gemaakt van een groot aantal aanvullende instrumenten en technieken, die – tezamen met een deskundig oordeel – het mogelijk maken de onderliggende tendens van de lopende monetaire ontwikkelingen vast te stellen en de implicaties daarvan voor de risico's ten aanzien van de prijsstabiliteit te beoordelen. Om uitdrukking te geven aan het belang van de monetaire analyse in het kader van de strategie en om een ijkpunt te verschaffen voor de beoordeling van de monetaire ontwikkelingen, heeft de ECB in december 1998 een referentiewaarde van 4½% afgekondigd voor de twaalfmaands groei van het ruime monetaire aggregaat M3.³ Een aanhoudende geldgroei boven dit ijkpunt duidt op opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit. De keuze voor M3 werd ingegeven door het feit dat dit monetaire aggregaat in nauw verband staat met het prijspeil. Tegelijkertijd is vanaf het allereerste begin duidelijk gemaakt dat het

... op basis van breed scala aan informatie ...

monetaire beleid niet mechanisch zou reageren op afwijkingen van de M3-groei ten opzichte van de referentiewaarde.

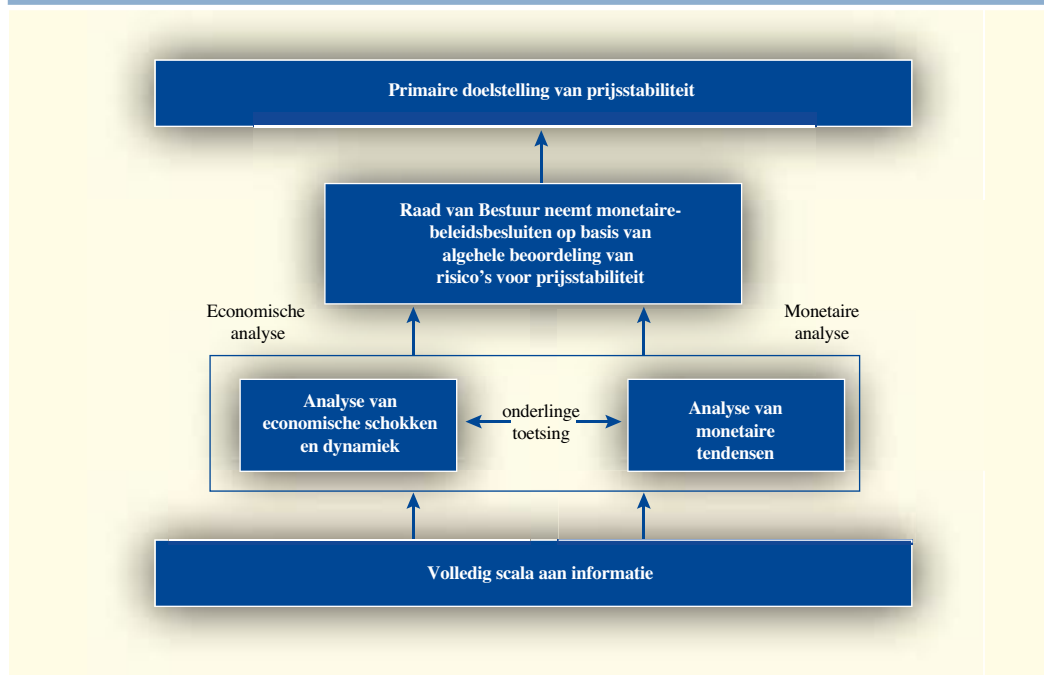
Opgemerkt wordt echter dat de instrumenten voor de vaststelling van de risico's voor de prijsstabiliteit in de loop van de tijd verder zijn ontwikkeld en verbeterd in reactie op de uitdagingen die door verschillende ontwikkelingen aan de monetaire analyse zijn gesteld, met name het hoge tempo van de financiële innovatie. Gezien de niet aflatende noodzaak om de analytische instrumenten voor de vaststelling van de risico's voor de prijsstabiliteit verder te verbeteren, heeft de Raad van Bestuur in 2007 besloten de monetaire analyse in vier richtingen verder te ontwikkelen:

... en in loop der tijd verder ontwikkeld

- ten eerste worden de geldvraagmodellen verfijnd en uitgebreid ter verdieping van het inzicht in het gedrag van de monetaire aggregaten in de loop van de tijd en over de verschillende sectoren heen;
- ten tweede wordt de betrouwbaarheid van de op de geldhoeveelheid gebaseerde inflatierisico-indicatoren vergroot om deze te kunnen benutten als leidraad bij beleidsbesluiten gericht op het handhaven van prijsstabiliteit;
- ten derde worden structuurmodellen waarin aan de geldhoeveelheid en de kredietverlening bij de vaststelling van de inflatiedynamiek een belangrijke rol wordt toegekend verder ontwikkeld en verfijnd ter ondersteuning van de beoordeling van de monetaire ontwikkeling;

3 Dit aggregaat bestaat uit de chartale geldomloop, girale deposito's, deposito's met een vaste looptijd tot en met twee jaar en deposito's met een opzegtermijn tot en met drie maanden, plus repo's, aandelen/participaties in geldmarktfondsen alsmede schuldbewijzen met een looptijd tot en met twee jaar..

Tabel 2 De twee pijlers van de monetaire-beleidsstrategie van de ECB



- tenslotte is het van belang het analytische kader verder te verdiepen ter ondersteuning van de onderlinge toetsing van de informatie uit de monetaire en de economische analyse.

Onderlinge toetsing
waarborgt consistentie

Al met al vergroot het op twee pijlers gebaseerde kader de betrouwbaarheid van de monetaire-beleidsbeoordeling van de Raad van Bestuur met betrekking tot zowel de gegevens als de modelonzekerheid. Met name worden alle punten waarop de twee pijlers elkaar aanvullen ten volle benut. Op deze wijze wordt optimaal gewaarborgd dat alle informatie die van belang is voor de beoordeling van de risico's voor de prijsstabiliteit op een samenhangende en doelmatige wijze in aanmerking wordt genomen. De regelmatige onderlinge toetsing van de resultaten van de economische analyse met die van de monetaire analyse waarborgt dat tot een consistent algeheel oordeel wordt gekomen, waarbij informatie die betrekking heeft op zowel de kortere als de langere termijn in aanmerking wordt genomen. Zo wordt voorkomen dat beleidsfouten worden gemaakt als gevolg van een al te sterke gerichtheid op één enkele indicator, één enkele prognose of één enkel model. In Grafiek 2 worden de belangrijkste elementen van de op twee pijlers gebaseerde benadering samengevat en wordt de rol die dit kader speelt bij de beleidsvorming verduidelijkt.

Innovatieve en
krachtige benadering

Na bijna tien jaar praktijkervaring kan worden gesteld dat de strategie van de ECB een betrouwbaar en krachtig kader biedt voor de beoordeling van de risico's voor de prijsstabiliteit en voor een effectieve communicatie met de financiële markten en het publiek omtrent de koers van het monetaire beleid. De juistheid van de monetaire-beleidsstrategie van de ECB blijkt wel uit het feit dat er geen noodzaak is geweest belangrijke elementen daaruit aan te passen. In de afgelopen jaren is een aantal elementen van de strategie van de ECB opgenomen in het door andere

centrale banken gehanteerde monetaire-beleidskader. De oriëntatie op de middellange termijn mag zich onder die centrale banken die een inflatiedoelstelling hanteren in een steeds grotere populariteit verheugen, omdat daar steeds meer de noodzaak wordt ingezien van een meer flexibele beleidshorizon.

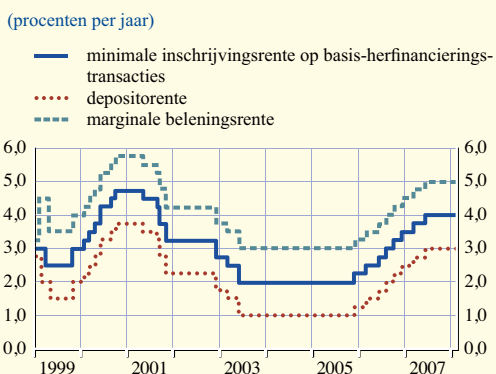
Evenzo wint de allesomvattende aard van het uit twee pijlers bestaande kader aan aantrekkingskracht, omdat daarmee alle van belang zijnde modelmatige, conjuncturele en oordeelmatige informatie in één enkel kader kan worden ondergebracht. Bovendien waarborgt de expliciete monetaire pijler dat het monetaire beleid van de ECB op de middellange termijn is gericht. Daardoor wordt ook gewaarborgd dat de ECB haar expertise met betrekking tot monetaire zaken en kredietaanlegenheden verder kan ontwikkelen. Het nauwe verband tussen de monetaire ontwikkelingen en opkomende onevenwichtigheden op de krediet- en vermogensmarkten betekent dat met de monetaire analyse dergelijke onevenwichtigheden in een vroeg stadium kunnen worden opgespoord, zodat tijdig en toekomstgericht kan worden gereageerd op het daaraan verbonden risico voor de prijsstabiliteit. Wat dit betreft is de monetaire analyse een buitengewoon waardevol middel gebleken in tijden van spanning op de financiële markten.

3.2 DE MONETAIRE-BELEIDSVOERING IN HET EUROGEBIED EN DE RESULTATEN ERVAN IN TERMEN VAN PRIJSSTABILITEIT⁴

In deze paragraaf wordt besproken hoe het gemeenschappelijke monetaire beleid sinds het begin in januari 1999 heeft gefunctioneerd. Om de koers van het gemeenschappelijke monetaire beleid (zie Grafiek 3) tegen de achtergrond van de veranderende omstandigheden en uitdagingen goed uiteen te kunnen zetten, is het nuttig vijf fasen te onderscheiden.

4 Alle verwijzingen naar gegevens omtrent de reële bbp-groei en de HICP-inflatie hebben betrekking op herziene gegevens, zoals die op de afsluitdatum van deze publicatie (31 maart 2008) beschikbaar waren. Het gebruik van geactualiseerde, herziene gegevens, in plaats van de gegevens zoals die ten tijde van de desbetreffende monetaire-beleidsbesluiten beschikbaar waren, is niet van invloed op de redeneringen die ten grondslag hebben gelegen aan de in deze paragraaf besproken monetaire-beleidsdiscussies en -besluiten.

Grafiek 3 De basisrentevoeten van de ECB sinds januari 1999



Bron: ECB.
 Toelichting: De rente op de basis-herfinancieringstransacties heeft, voor transacties afgewikkeld vóór 28 juni 2000, betrekking op de rente bij vaste-rentetenders. Voor later afgewikkelde transacties heeft de rente betrekking op de minimale inschrijvingsrente bij variabele-rentetenders.

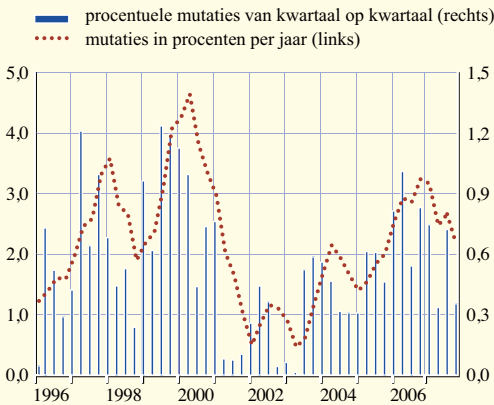
Grafiek 4 HICP in het eurogebied



Bron: Eurostat.

Grafiek 5 Reëel bbp eurogebied

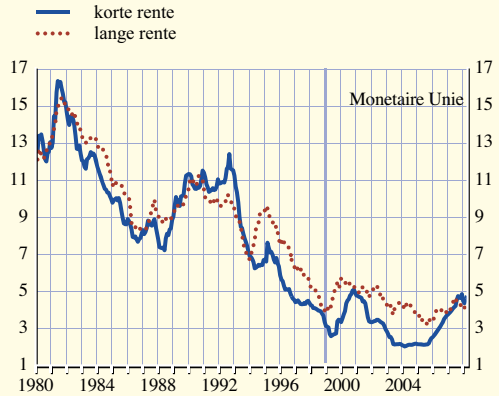
(mutaties in procenten)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Grafiek 6 Nominale korte en lange rente in het eurogebied

(procenten per jaar)



Bronnen: Nationale centrale banken, Global Financial Data, BIS, Reuters en ECB.

DE MONETAIRE-BELEIDSVOERING

DE EERSTE FASE – DE OVERGANG NAAR DE MONETAIRE UNIE (MIDDE 1998 TOT MIDDE 1999)

Aan het Eurosysteem werd de verantwoordelijkheid voor het gemeenschappelijke monetaire beleid toegekend in een periode van tamelijk lage inflatie in het eurogebied in gunstige vooruitzichten voor de prijsontwikkelingen (zie Grafiek 4). Tegelijkertijd nam de economische bedrijvigheid verder toe in een klimaat gekenmerkt door een zeer lage rentestand (zie Grafiek

Gunstige prijs-
vooruitzichten en onzekere
groeivooruitzichten ...

Grafiek 7 Prijzen van ruwe olie (Brent)

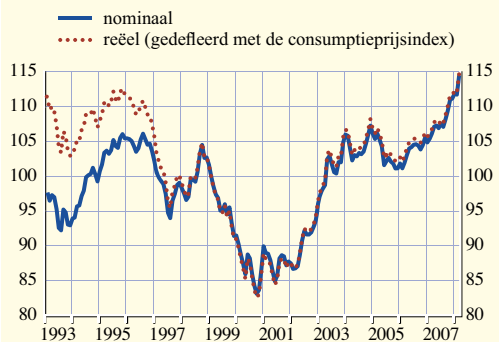
(Amerikaanse dollars per vat)



Bronnen: IMF en ECB.

Grafiek 8 Nominaal- en reëel-effectieve wisselkoers van de euro

(maandgegevens; index berekend ten opzichte van de valuta's van de 22 belangrijkste handelspartners: 1999 = 100)



Bron: ECB.

Toelichting: De gewichten die zijn gebruikt bij de aggregatie van de "theoretische" wisselkoers van de euro van vóór 1999 zijn gebaseerd op het aandeel van elk land van het eurogebied in de totale handel in fabriekaten van het eurogebied met de landen buiten het eurogebied (zie Appendix II.6 in Occasional Paper 2, 2002, van de ECB).

5 en Grafiek 6), waarbij de voorwaarden aanwezig waren voor een aanhoudende groei. In de loop van 1998 echter leidden de uitstralingseffecten van de financiële crises in Azië in 1997 en Rusland in augustus 1998, tezamen met het ternauwernood voorkomen faillissement van het hedge fund LTCM in september 1998, tot een hoge mate van volatiliteit op de financiële markten en tot grote schommelingen in het beleggersvertrouwen. Na deze langdurige spanningen op de financiële markten werden de vooruitzichten voor de economische groei in het eurogebied getemperd door een zeer hoog niveau van onzekerheid, wat niet slechts aanleiding gaf tot enkele neerwaartse herzieningen van de groeiverwachtingen voor 1998 als geheel, maar ook tot lagere groeiprojecties voor 1999.

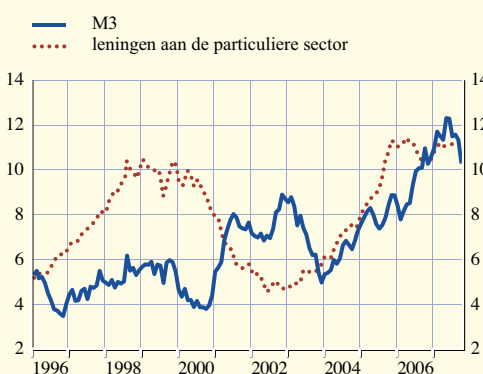
In de loop van 1998 richtte het monetaire beleid in het eurogebied, dat voorheen nationaal georiënteerd was, zich geleidelijk meer op het eurogebied als geheel. Tegen de achtergrond van de gunstige vooruitzichten voor prijsstabiliteit, werd het convergentieproces vormgegeven met geleidelijke verlagingen van de officiële rentevoeten naar de laagste niveaus in het spoedig te vormen eurogebied. Dit convergentieproces versnelde in de laatste maanden van 1998 en bereikte op 3 december 1998 een hoogtepunt toen alle nationale centrale banken in het eurogebied in een gecoördineerde actie hun belangrijkste officiële rentevoeten verlaagden tot 3% (met uitzondering van de Banca d'Italia, die het disconto tot 3,5% verlaagde). Deze gecoördineerde rente-actie moest worden gezien als een de facto besluit omtrent het niveau van de rentevoeten waarmee het Eurosysteem de derde fase van de EMU zou ingaan – en als zodanig betekende dit het de facto begin van de Monetaire Unie in Europa.

Begin 1999 werd de Raad van Bestuur geconfronteerd met enkele tegengestelde signalen uit de economische en de monetaire analyse. Enerzijds werd het steeds duidelijker dat per saldo de risico's voor de prijsstabiliteit op de middellange termijn in hoofdzaak neerwaarts waren gericht. De inflatie was historisch gezien zeer laag en bevond zich aanzienlijk onder de bovengrens van de door de ECB gehanteerde definitie van prijsstabiliteit, terwijl zich de eerste tekenen voordeden van een sterke economische teruggang. Anderzijds begonnen, na een langdurige daling tot niveaus van minder dan USD 10 per vat bij de jaarwisseling 1998/1999, de olieprijsen vanaf medio februari 1999 weer te stijgen (zie Grafiek 7). Bovendien liet de effectieve wisselkoers van de euro in de eerste maanden van 1999 een daling zien (zie Grafiek 8). Beide factoren konden mogelijk aanleiding geven tot een opwaartse druk op de prijzen.

De groei van M3 versnelde van een niveau dichtbij de referentiewaarde tot een niveau ruim boven 5%, terwijl de leningen aan de particuliere sector met ongeveer 10% een snelle groei bleven vertonen (zie Grafiek 9). Gezien de betrekkelijk geringe afwijking van de referentiewaarde en de onzekerheden die toentertijd met de analyse van de monetaire ontwikkelingen gepaard gingen (in verband met de statistische veranderingen die nodig waren als gevolg van de overgang naar de Monetaire Unie), werd de hogere totale M3-groei niet noodzakelijkerwijs opgevat als een weerspiegeling van het tempo van de onderliggende geldgroei. Als gevolg daarvan vatte de Raad

Grafiek 9 M3 en leningen aan de particuliere sector

(twaalfmaands groei)



Bron: ECB.

... leidden tot
monetaire verruiming
aan vooravond EMU

Bij neerwaartse risico's
voor prijsstabiliteit ...

van Bestuur de signalen uit de monetaire analyse niet op als tekenen van opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit op de middellange tot langere termijn.

... basisrentevoeten ECB in april 1999 verlaagd

Op basis van dit algehele beeld, verlaagde de Raad van Bestuur de vaste rente op de basisherfinancieringstransacties van het Eurosysteem op 8 april 1999 met 50 basispunten, en wel van 3,0% tot 2,5%. De verlaging van de basisrentevoeten van de ECB werd gezien als een voorzorgsmaatregel om de prijsstabiliteit op de middellange termijn te handhaven en daarmee het groeipotentieel van de economie van het eurogebied beter te kunnen benutten.

DE TWEDE FASE – RENTEVERHOGINGEN OM DE INFLATIEDRUK TE BEPERKEN (MEDIO 1999 TOT EIND 2000)

Toenemende prijsdruk ...

Gedurende deze periode bleven de sterke stijgingen van de olieprijsen en een algemene stijging van de invoerprijzen opwaartse druk uitoefenen op het prijsniveau op de korte termijn. Tegen eind 2000 waren de olie- en invoerprijzen gestegen tot niveaus die zich sinds het begin van de jaren negentig niet meer hadden voorgedaan. Aangezien deze stijgingen groter waren en langer duurden dan eerder was voorzien, namen de risico's van indirecte en tweede-ronde effecten op de consumptieprijsinflatie via de loonvorming aanzienlijk toe in een klimaat van een krachtige economische groei. Dit alles werd verder gecompliceerd door het beloop van de wisselkoers van de euro. De trendmatige waardedaling zette zich gedurende deze periode voort, met een versnelling in met name de tweede helft van 2000, toen de koers steeds minder begon te sporen met de gezonde fundamentele economische verhoudingen binnen het eurogebied. Als gevolg daarvan verschoven de risico's voor de prijsstabiliteit op de middellange termijn per saldo in opwaartse richting.

... in een klimaat van snelle economische groei ...

Begin 2000 liet de economische bedrijvigheid in het eurogebied een zeer snelle groei zien, die zich naar verwachting zou voortzetten in een gunstig extern klimaat. De sterke dynamiek van de wereldeconomie, met name in de eerste helft van 2000, gaf aanleiding tot optimisme onder beleggers, in het bijzonder binnen de sectoren van de "nieuwe economie". Dit positieve sentiment kwam tot uitdrukking in snel stijgende beurskoersindices in alle grote economieën, waaronder het eurogebied, waarbij in de eerste helft van 2000 een hoogtepunt werd bereikt.

... en aanhoudende monetaire expansie ...

Voor wat de monetaire analyse betrof, duidde in de loop van 1999 en begin 2000 een aanhoudende geldgroei boven de referentiewaarde steeds meer op opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit op de middellange tot langere termijn. Ondanks een geleidelijke vertraging gedurende de zomer van 2000 bleven de beschikbare gegevens wijzen op risico's van een opwaartse inflatiedruk in een klimaat van nog steeds krachtige economische groei. Al met al waren, de eerste maanden van 1999 uitgezonderd, deze signalen globaal in overeenstemming met die verkregen uit de economische analyse.

... aanleiding voor renteverhogingen door ECB tussen november 1999 en oktober 2000

Tegen deze achtergrond van een toenemende inflatiedruk, werd het duidelijk dat de neerwaartse risico's voor de prijsstabiliteit zoals die waren vastgesteld ten tijde van de verlaging van de basisrentevoeten van de ECB in april 1999 zich niet meer voordeden. Toen de economische en de monetaire analyse van de ECB beide wezen op opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit, verhoogde de Raad van Bestuur de basisrentevoeten van de ECB met in totaal 225 basispunten in een reeks renteverhogingen tussen november 1999 en oktober 2000, waarbij de minimale inschrijvingsrente op de basisherfinancieringstransacties van het Eurosysteem in oktober 2000 op een niveau van 4,75% kwam.

DE DERDE FASE – VERLAGINGEN VAN DE BASISRENTETARIEVEN VAN DE ECB (BEGIN 2001 TOT MEDIO 2003)

In de loop van deze periode verlaagde de Raad van Bestuur de basisrentevoeten van de ECB met in totaal 275 basispunten, waarbij de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties van het Eurosysteem in juni 2003 een historisch gezien laag niveau van 2% bereikte. Dit was het laagste renteniveau in Europa sinds de Tweede Wereldoorlog. De besluiten om de beleidsrente neerwaarts aan te passen waren in overeenstemming met de doelstelling de HICP-inflatie op de middellange termijn onder, maar dichtbij 2% te houden. Door een beleid van renteverlaging te voeren, reageerde de Raad van Bestuur op een voortdurende daling van de inflatiedruk als gevolg van de verslechtering van de vooruitzichten voor de economische groei na de zware schokken die de wereldeconomie en de mondiale financiële markten hadden getroffen. Daaronder waren de terreuraanslagen in de Verenigde Staten van 11 september 2001 die de economische onzekerheid verhoogden en het vertrouwen ondermijnden. Dit kon mogelijk leiden tot een versterking van de reeds aanwezige neerwaartse tendens van de economische bedrijvigheid maar kon bovendien ook nog eens het functioneren van de financiële markten verstoren.⁵ Wat de prijsontwikkelingen betrof, steeg de twaalfmaands HICP-inflatie in 2000 en de eerste helft van 2001 verder, ondanks een aanzienlijke daling van de olieprijsen en een belangrijke waardeinstijging van de euro ten opzichte van alle andere belangrijke valuta's. De appreciatie van de euro vond plaats na gezamenlijke valutamarktinterventies door de centrale banken in september en november 2000. De twaalfmaands HICP-inflatie, die in januari 2001 2,0% had bedragen, steeg in mei 2001 tot een hoogste niveau van 3,1%. Deze stijging was in hoofdzaak te wijten aan aanzienlijke prijsstijgingen voor energie en onbewerkte voedingsmiddelen in verband met de uitbraak van dierziekten in een aantal landen van het eurogebied. Deze prijsstijgingen hielden opwaartse risico's in voor de prijsstabiliteit op de middellange termijn. Dit kwam ook tot uitdrukking in de macro-economische projecties van de staf van het Eurosysteem en de ECB ten aanzien van de HICP-inflatie, die in die periode belangrijk opwaarts werden herzien.

De zorgen over tweede-ronde effecten ebden echter geleidelijk weg naarmate de vooruitzichten voor de economie van het eurogebied verder verslechterden, hetgeen duidde op een zekere matiging van de inflatiedruk vanuit de binnenlandse vraag en op geringere risico's voor de prijsstabiliteit vanuit de loonvorming. Tegen eind 2001 nam de druk op de korte termijn af en viel de twaalfmaands HICP-inflatie terug. Al met al bedroeg de gemiddelde twaalfmaands HICP-inflatie 2,3% in 2001 en 2,2% in 2002, tegen 2,1% in 2000. Dit beeld bleef globaal ongewijzigd in de eerste helft van 2003, toen de HICP-inflatie boven een niveau van 2% bleef. Verwacht werd echter dat het gematigde tempo van de economische bedrijvigheid en de belangrijke waardeinstijging van de euro sinds het voorjaar van 2002 een temperende invloed op de inflatoire druk zouden uitoefenen. In feite bestond er in juni 2003 aanleiding te verwachten dat de twaalfmaands HICP-inflatie op de middellange termijn tot een niveau van ruim onder 2% zou dalen. Dit algehele beeld kwam ook tot uitdrukking in de macro-economische projecties van de staf van het Eurosysteem van juni 2003 en de in het tweede kwartaal van 2003 door andere internationale instellingen opgestelde prognoses.

Basisrentevoeten ECB
verlaagd tot historisch
lage niveaus

Prijsdruk afgenomen ...

⁵ Tegen deze achtergrond besloot de Raad van Bestuur op 17 september 2001 de basisrentevoeten van de ECB met 50 basispunten te verlagen. Dit besluit was afgestemd op een vergelijkbaar besluit van het Federal Open Market Committee van de Fed, en vormde een onmiddellijke reactie op de buitengewone omstandigheden als gevolg van deze schok.

Na enkele eerste aanwijzingen sinds eind 2000 dat de stijging van de olieprijsen wellicht had bijgedragen aan een economische teruggang in het eurogebied, liep de bedrijvigheid aldaar in de loop van 2001 terug. In de nasleep van de terreuraanslagen van 11 september werd het steeds duidelijker dat de economische teruggang in het eurogebied langer zou duren dan eerder was verwacht. De externe vraag zou naar verwachting verder afnemen en het hoge niveau van onzekerheid als gevolg van de terreuraanslagen zou waarschijnlijk het herstel van de binnenlandse vraag vertragen. Hoewel begin 2002 sprake was van een gematigd economisch herstel in het eurogebied, verloor dit herstel in de loop van het jaar aan kracht. Hernieuwde onrust op de financiële markten gedurende de zomer en verhoogde geopolitieke spanningen in de tweede helft van het jaar, met nadelige effecten op de olieprijsen en het vertrouwen, waren de belangrijkste factoren achter deze ontwikkeling.

Al met al was de economische groei in het eurogebied in 2002 nogal zwak, met een stijging van het reële bbp op jaarbasis van slechts 0,9%, tegen 1,9% in 2001, waarmee deze in zowel 2001 als 2002 onder de potentiële groei bleef. Dit beeld vertoonde in 2003 geen grote veranderingen; de reële bbp-groei stagneerde in de eerste helft van het jaar in verband met de toename van de geopolitieke spanningen rond Irak en de onzekerheid die op de financiële markten heerste. Tegen deze achtergrond bleven de risico's voor de groeivoorzichten neerwaarts gericht.

Met betrekking tot de monetaire analyse viel op dat de twaalfmaands groei van M3, na een zekere matiging in 2000 en begin 2001, vanaf medio 2001 een sterke versnelling liet zien. Deze versnelling werd echter niet opgevat als een risico voor de prijsstabiliteit op de middellange tot lange termijn en wel om verschillende redenen. Ten eerste was een deel van de versnelling van de M3-groei het gevolg van de toegenomen behoefte van de economische subjecten aan liquiditeiten voor transactiedoeleinden ter aanpassing aan de eerdere prijsstijgingen voor energie en voedingsmiddelen. Ten tweede maakte de betrekkelijk vlakke rendementscurve in die periode en de daarmee gepaard gaande lage alternatieve kosten van het aanhouden van geld het aantrekkelijker kortlopende monetaire activa aan te houden dan meer riskante langlopende instrumenten. Tenslotte werden op een meer fundamenteel niveau de onzekerheden rond de interpretatie van de monetaire ontwikkelingen verder gecompliceerd door het optreden van aanzienlijke herschikkingen binnen de portefeuilles van particuliere beleggers van aandelen en andere langerlopende financiële activa naar veiliger en meer liquide, in M3 begrepen monetaire activa. Deze portefeuilleherschikkingen werden opgevat als een reactie van de kant van beleggers op de aanhoudende onzekerheden in de nasleep van de mondiale aandelenbeurscorrectie vanaf het voorjaar van 2000 en de terreuraanslagen van 11 september 2001, die het aanhouden van besparingen uit voorzorg bevorderden. De omvang en de oorzaken van deze portefeuilleherschikkingen waren ongekend en derhalve ging de interpretatie ervan gepaard met een ongewoon hoge mate van onzekerheid.

Al met al werden de portefeuilleherschikkingen door de Raad van Bestuur opgevat als zijnde een tijdelijk, hoewel mogelijk langdurig, verschijnsel waaraan een einde zou komen zodra de economische, financiële en geopolitieke verhoudingen weer waren genormaliseerd. Deze beoordeling werd gesteund door het feit dat de twaalfmaands groei van leningen aan de particuliere sector, met name leningen aan niet-financiële vennootschappen, verder vertraagde in een klimaat van een nogal zwakke economische bedrijvigheid. Het beleidsrelevante signaal vanuit de monetaire analyse was derhalve in deze fase nogal genuanceerd. Enerzijds werd, na inachtneming van de portefeuilleherschikkingen, de sterke groei van M3 niet opgevat als aanleiding gevend tot inflatiedruk op de middellange tot langere termijn. Anderzijds bleef de groei van M3, ook na correctie voor het geraamde effect van portefeuilleherschikkingen, nog steeds tamelijk krachtig,

hetgeen derhalve opwaartse risico's inhield voor de beoordeling van de monetaire dynamiek en derhalve voor de vooruitzichten voor de prijsontwikkelingen op de middellange tot langere termijn. Dit speelde met name in 2002 en 2003, toen het ontstaan van deflatoire risico's onderwerp vormde van het publieke debat.⁶

DE VIERDE FASE – GEEN WIJZIGINGEN IN DE BASISRENTETARIEVEN VAN DE ECB (MIDIO 2003 TOT EIND 2005)

Vanaf 1 juni 2003 heeft de Raad van Bestuur de rentetarieven twee-en-een-half jaar ongewijzigd gelaten, waarbij de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties op het historisch gezien lage niveau van 2,0% werd gehandhaafd.

Wat de prijzen betrof, nam de HICP-inflatie in de tweede helft van 2003 niet zo snel en sterk af als eerder was verwacht, hoofdzakelijk als gevolg van ongunstige prijsontwikkelingen voor voedingsmiddelen en hoger dan verwachte olieprijsen – hoewel de stijging van de olieprijsen werd getemperd door de waardeinstijging van de euro. Bovendien werd de inflatie eind 2003 en begin 2004 negatief beïnvloed door verhogingen van indirecte belastingen en door de overheid gereguleerde prijzen. Ondanks de sterke prijsstijgingen voor grondstoffen en energie en tegen de achtergrond van een zich herstellende maar nog steeds betrekkelijk bescheiden economische groei, bleef de onderliggende binnenlandse inflatiedruk gedurende geheel 2004 en het grootste deel van 2005 beperkt. Met name was de loonontwikkeling gedurende deze periode gematigd. Desalniettemin bleef de totale inflatie in 2005 aan de hoge kant, in hoofdzaak als gevolg van sterke prijsstijgingen voor energie en in mindere mate verhogingen van door de overheid gereguleerde prijzen en indirecte belastingen. Al met al bedroeg de twaalfmaands HICP-inflatie in 2005 2,2%, iets meer dan de 2,1% in de voorgaande twee jaar. Naarmate het jaar 2005 vorderde, duidde de economische analyse erop dat de opwaartse risico's toenamen, in het bijzonder ten aanzien van mogelijke tweede-ronde effecten bij de loon- en prijsvorming als gevolg van de hogere olieprijsen.

Met betrekking tot de economische bedrijvigheid liet het algehele beeld gedurende de tweede helft van 2003 een verbetering zien, toen de uitvoer vanuit het eurogebied belangrijk steeg als gevolg van de herwonnen dynamiek van de wereldeconomie. Hoewel de binnenlandse vraag in de tweede helft van 2003 zwak bleef, was duidelijk dat de voorwaarden voor een herstel ervan aanwezig waren, niet in het minst gezien het lage renteniveau en de in het algemeen gunstige financieringsvoorwaarden. Voorts gaf de voortgaande aanpassing in de bedrijvensector gericht op het verhogen van de productiviteit en de winstgevendheid steun aan de verwachting dat de bedrijfsinvesteringen zich geleidelijk zouden herstellen. Al met al duiden alle beschikbare, in de tweede helft van 2003 opgestelde prognoses en projecties, waaronder de in december gepubliceerde macro-economische projecties van de staf van het Eurosysteem, op een voortgaande versnelling van de reële bbp-groei in 2004 en 2005.

Het herstel van de economische bedrijvigheid in het eurogebied, dat in de tweede helft van 2003 was begonnen, zette in 2004 en 2005 door. Het reële bbp groeide in de eerste helft van 2004 gemiddeld met 0,5% op kwartaalbasis, de hoogste groei sinds de eerste helft van 2000. De groei werd in de tweede helft van 2004 en de eerste helft van 2005 enigszins getemperd. Dit was deels

Basisrentevoeten ECB
2½ jaar ongewijzigd

Binnenlandse prijsdruk
beperkt

Economisch herstel
op gang

6 In dit kader wordt opgemerkt dat de gedurende die periode waargenomen portefeuilleherschikkingen ook kunnen worden opgevat als een teken van vertrouwen in de gezondheid van het Europese bankwezen, waarmee dan geen aanleiding meer zou hebben bestaan voor zorg omtrent het mogelijk ontstaan van schuldeflatie in het eurogebied.

het gevolg van stijgende olieprijsen, een tijdelijke vertraging van de groei van de wereldeconomie en de najleffecten van de eerdere waardeinstijging van de euro. Geconcludeerd werd dat de voorwaarden voor een expansie van de economische bedrijvigheid nog steeds aanwezig waren, ondanks enkele neerwaartse risico's voor de groei in verband met het lage niveau van het consumentenvertrouwen, hoge en volatiele olieprijsen en mondiale onevenwichtigheden. Wat het externe klimaat betrof, werd de wereldeconomie nog steeds gekenmerkt door een sterke groei, waardoor de uitvoer vanuit het eurogebied werd gestimuleerd. Wat het binnenlandse klimaat betrof, zorgden zeer gunstige financieringsvoorwaarden, hoge bedrijfswinsten en bedrijfsrestructureringen voor een positief investeringsklimaat. De groei van de particuliere consumptie zou mogelijk kunnen profiteren van een verwachte stijging van het reële besteedbare inkomen in verband met een sterkere groei van de werkgelegenheid en een lagere inflatie. In de tweede helft van 2005 won de expansie van de economische bedrijvigheid in het eurogebied verder aan kracht.

Monetaire dynamiek in 2003
en begin 2004 gematigd ...

Uit de monetaire analyse bleek dat de financiële en economische onzekerheid begon af te nemen en dat de portefeuilleallocatie weer normale vormen aannam, in hoofdzaak in reactie op de ontwikkelingen in Irak tot medio 2003. Als gevolg daarvan vertoonde de twaalfmaands groei van M3 tussen medio 2003 en medio 2004 een aanzienlijke vertraging naarmate een einde kwam aan de eerdere portefeuilleherschikkingen naar monetaire activa. Conform een symmetrische interpretatie van het effect van de portefeuilleherschikkingen op het beleidsrelevante signaal uit de monetaire ontwikkelingen, werd deze vertraging van de totale groei van M3 echter niet opgevat als aanleiding gevend tot minder inflatiedruk op de middellange tot langere termijn. In plaats daarvan werd deze vertraging gezien als een bevestiging vanuit de monetaire ontwikkelingen van de opvatting dat de onzekerheid en de risicoaversie geleidelijk weer terugkeerden tot normale niveaus. De M3-reeks gecorrigeerd voor het geraamde effect van portefeuilleherschikkingen vertoonde gedurende deze periode een aanhoudende en licht versnellende groei, hetgeen de indruk bevestigde dat het onderliggende tempo van de monetaire expansie niet werd weerspiegeld in de aanzienlijk lagere totale groei van M3. Bovendien liet de twaalfmaands groei van leningen aan de particuliere sector in de tweede helft van 2003 een versnelling zien.

... alvorens vanaf medio 2004
aan kracht te winnen

In de loop van 2004 duidde de monetaire analyse erop dat de portefeuilleherschikkingen verder afnamen, zij het in een langzamer tempo dan op grond van het historische patroon voor de afbouw van opgebouwde liquiditeiten had mogen worden verwacht. Desalniettemin vertoonde de totale twaalfmaands groei van M3 vanaf medio 2004 een versnelling. In 2005 won de monetaire dynamiek verder aan kracht, hetgeen werd opgevat als aanleiding gevend tot toenemende opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit op de middellange tot langere termijn. Met name weerspiegelde de krachtige expansie van de kredietverlening en de geldhoeveelheid sinds medio 2004 het stimulerende effect van het zeer lage renteniveau in het eurogebied gedurende die periode en, later, van de hernieuwde dynamiek van de economie van het eurogebied, en niet zozeer de portefeuilleherschikkingen tussen 2001 en 2003. De sterke monetaire groei droeg verder bij aan de reeds ruime liquiditeit binnen het eurogebied, en duidde daarmee op toenemende opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit op de middellange tot langere termijn.

Beëindiging monetaire
accommodatie

DE VIJFDE FASE – BEËINDIGING VAN DE MONETAIRE ACCOMMODATIE (SINDS EIND 2005)

Sinds eind 2005 heeft de Raad van Bestuur de basisrentetarieven van de ECB met in totaal 200 basispunten verhoogd, waarbij de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties van het Eurosysteem eind juni 2007 uitkwam op een niveau van 4%. Deze aanpassing van de accommoderende monetaire-beleidskoers was gerechtvaardigd met het oog op de risico's voor de prijsstabiliteit die uit zowel de economische als de monetaire analyse waren gebleken.

Opgemerkt wordt echter dat in december 2005, toen de Raad van Bestuur de basisrentetarieven van de ECB geleidelijk begon te verhogen, de monetaire analyse een belangrijke rol speelde. Toentertijd wees de monetaire analyse duidelijk op opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit op de middellange tot langere termijn, terwijl de indicatoren en signalen uit de economische analyse een nogal gemengd beeld gaven. Al met al vond de geleidelijke beëindiging van de monetaire accommodatie plaats tegen de achtergrond van een krachtige economische groei en een aanhoudend krachtige expansie van de geldhoeveelheid en de kredietverlening in het eurogebied.

Wat de prijzen betrof, bedroeg de gemiddelde twaalfmaands HICP-inflatie in 2006 2,2% en in 2007 2,1%, waaraan in hoofdzaak de binnenlandse vraag ten grondslag lag. In beide jaren vertoonde de totale inflatie belangrijke schommelingen, grotendeels door de ontwikkeling van de olieprijsen. In 2006 liet de inflatie tot augustus een opwaartse tendens zien, in hoofdzaak als gevolg van sterke stijgingen van de energieprijzen, terwijl de twaalfmaands inflatie in de resterende maanden van dat jaar daalde tot onder de 2%, grotendeels als gevolg van aanzienlijk dalende olieprijsen en basiseffecten. Tot het derde kwartaal van 2007 vertoonde de twaalfmaands inflatie een beloop conform de door de ECB gehanteerde definitie van prijsstabiliteit, mede vanwege gunstige basiseffecten als gevolg van de ontwikkeling van de energieprijzen een jaar eerder.

Eind 2007 en begin 2008 liet de twaalfmaands inflatie daarentegen een sterke versnelling zien. Daarbij werden niveaus bereikt die aanzienlijk boven de 2% lagen, grotendeels als gevolg van aanzienlijke stijgingen van de internationale prijzen van olie en voedingsmiddelen in de tweede helft van 2007. Met name is de sterke opwaartse prijsdruk op de korte termijn sinds het vierde kwartaal van 2007 toegenomen. Ondanks deze prijsschokken bleef de loonontwikkeling tamelijk gematigd en bleven de inflatieverwachtingen op de middellange tot langere termijn gedurende deze periode verankerd op niveaus in overeenstemming met prijsstabiliteit, ondanks het gunstige economische klimaat en de verkrappende arbeidsmarkt. Hoewel dit ertoe bijdroeg de inflatiedruk te temperen, bleven de risico's voor de prijsstabiliteit op de middellange termijn duidelijk opwaarts gericht. Deze risico's omvatten onder meer de mogelijkheid van verdere stijgingen van de prijzen van olie en landbouwproducten (met name tegen het eind van 2006 en gedurende 2007), verdere verhogingen van door de overheid gereguleerde prijzen en indirecte belastingen boven die welke reeds waren verwacht, alsmede de mogelijkheid van een versterking van het prijszettingsvermogen van bedrijven, met name in sectoren met weinig concurrentie. Op een meer fundamenteel niveau vormden een mogelijk sterker dan verwachte loondynamiek en met name het mogelijke optreden van tweede-ronde effecten bij de loon- en prijsvorming als gevolg van hogere grondstoffenprijzen en een hogere totale inflatie aanzienlijke opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit.

De economische groei won in de eerste helft van 2006 aan kracht en werd geleidelijk breder gebaseerd en steeds autonomer, met de binnenlandse vraag als de belangrijkste drijvende kracht. Al met al groeide, ondanks het effect van de hogere en schommelende olieprijsen, het reële bbp in 2006 met 2,8%, tegen 1,6% in 2005 en 2,1% in 2004. In 2007 bleef de economische bedrijvigheid in een krachtig tempo groeien. Het reële bbp liet een groei zien van 2,7%, in hoofdzaak door de sterke binnenlandse vraag. De investeringen bleven dynamisch, gesteund door gunstige financieringsvoorwaarden, hoge bedrijfswinsten en aanhoudende efficiencyverbeteringen in de bedrijfssector als gevolg van een lange periode van herstructureringen. In de tweede helft van 2007 werden de vooruitzichten voor de economische bedrijvigheid echter ongunstig beïnvloed door een ongewoon hoge onzekerheid. Deze onzekerheid vloeide voort uit de problemen bij het

Inflatie hoger ...

... bij aanhoudende
economische groei en ...

... zeer krachtige
monetaire expansie

vaststellen van de mogelijke effecten op de reële economie van de in augustus ontstane onrust op de financiële markten. Desalniettemin bleven de fundamentele economische verhoudingen binnen het eurogebied gezond, met een goede winstgevendheid in de bedrijvensector, een krachtige werkgelegenheids groei en een werkloosheid die afnam tot 7,4%, een niveau dat in 25 jaar niet meer was voorgekomen. Per saldo verschoven de risico's voor de groeivoorzichten in neerwaartse richting.

Vergelijking met de resultaten van de monetaire analyse bevestigde dat op de middellange tot langere termijn de opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit overheersten. De geldgroei en de kredietexpansie bleven gedurende deze periode zeer krachtig, gesteund door een aanhoudend sterke groei van bancaire leningen aan de particuliere sector. Op de middellange termijn bezien, vormde de krachtige dynamiek van de geldgroei en de kredietexpansie een voortzetting van de aanhoudend opwaartse tendens van het onderliggende tempo van de monetaire expansie die zich sinds medio 2004 had voorgedaan. Als zodanig versterkte deze dynamiek de accumulatie van liquiditeiten die, in een klimaat van aanhoudend sterke geldgroei en kredietexpansie, wees op opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit op de middellange tot langere termijn. De aandacht van de Raad van Bestuur bleef derhalve met name gericht op de monetaire ontwikkelingen, mede om een beter inzicht te krijgen in de reactie op de kortere termijn van financiële instellingen, huishoudens en bedrijven op de financiële onrust in de tweede helft van 2007. Tot dusverre zijn er weinig aanwijzingen dat de beroering op de financiële markten een sterke invloed heeft gehad op de algehele dynamiek van de geldgroei en de kredietexpansie.

DE RESULTATEN VAN HET MONETAIRE BELEID VAN DE ECB AFGEMETEN AAN DE PRIJSSTABILITEIT

De euro – een stabiele munt

Gedurende bijna een vol decennium heeft de euro zich bewezen als een stabiele munt, die niet alleen wordt gewaardeerd door de nu 320 miljoen burgers in de landen van het eurogebied, maar die ook op brede schaal wordt geaccepteerd en gebruikt op de internationale financiële markten (zie Hoofdstuk 5). Bij een gemiddelde twaalfmaands HICP-inflatie van iets meer dan 2% sinds de invoering van de euro, zijn de prijzen betrekkelijk stabiel gebleven en is de inflatie belangrijk onder het gemiddelde twaalfmaands niveau gebleven dat zich in de meeste van de aan het eurogebied deelnemende landen in de decennia voorafgaand aan de aanvang van de derde fase van de Monetaire Unie had voorgedaan (zie Hoofdstuk 4). Evenzo is de volatiliteit van de inflatie binnen het eurogebied belangrijk geringer geweest dan in eerdere perioden.

Voortdurende verankering
inflatieverwachtingen ...

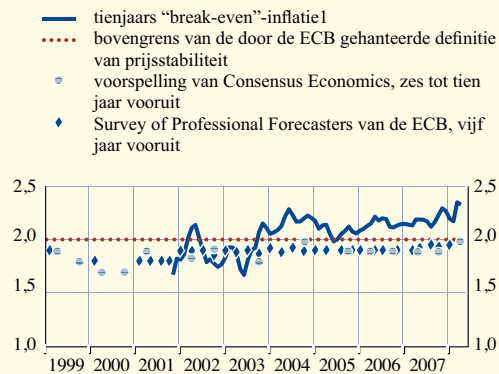
Bovendien is de ECB erin geslaagd de inflatieverwachtingen voor de langere termijn te verankeren op een niveau dat in overeenstemming is met de door haar gehanteerde definitie van prijsstabiliteit (zie Grafiek 10). Dit komt tot uitdrukking in maatstaven van de inflatieverwachtingen zoals die worden afgeleid uit geïndexeerde obligaties en uit enquêtes (Consensus Economics en het Survey of Professional Forecasters van de ECB). De vaste verankering van de inflatieverwachtingen van de particuliere sector op de langere termijn zegt veel over het soepele functioneren van het monetaire beleid van de ECB en het vermogen van de ECB om op de middellange termijn op een geloofwaardige wijze voor prijsstabiliteit zorg te dragen. De stabiliteit van de inflatieverwachtingen sindsdien is opmerkelijk, te meer als wordt bedacht dat zich in die periode een reeks belangrijke negatieve, opwaartse prijsschokken heeft voorgedaan, waaronder met name de min of meer voortdurende stijging van de olieprijs (van ongeveer USD 10 per vat in 1999 tot een hoogtepunt van bijna USD 120 per vat in 2008), belangrijke stijgingen van de internationale prijzen van voedingsmiddelen en, op het binnenlandse vlak, regelmatige verhogingen

van indirecte belastingen en belangrijke door de overheid gereguleerde prijzen in de meeste landen van het eurogebied.

Samenvattend heeft de Raad van Bestuur van de ECB – op basis van de regelmatige economische en monetaire analyses in het kader van de op de middellange termijn gerichte monetaire-beleidsstrategie – tot stand gebracht wat volgens het in het Verdrag aan de ECB verleende mandaat tot stand gebracht moet worden, te weten prijsstabiliteit op de middellange termijn voor het eurogebied als geheel.

Door het vermijden van veelvuldige aanpassingen van de beleidskoers, is het monetaire beleid van de ECB erin geslaagd zelf geen bron van onzekerheid te worden in een al onzeker economische klimaat. Dit heeft zonder twijfel bijgedragen aan de stabilisatie van de inflatieverwachtingen op de middellange tot lange termijn op een niveau dat spoort met prijsstabiliteit.

Grafiek 10 Inflatieverwachtingen voor de lange termijn



Bronnen: Consensus Economics en ECB.

1) In de van geïndexeerde obligaties afgeleide "break-even"-inflatie komen in hoofdzaak de in de markt levende inflatieverwachtingen en de inflatierisicopremies tot uitdrukking.

... door middel van oriëntatie op de middellange termijn ...

TRANSPARANTIE, VERANTWOORDING EN COMMUNICATIE

Om het monetaire beleid effectief ten uitvoer te kunnen leggen, heeft de ECB vanaf het aller-eerste begin ernaar gestreefd de beleidsmaatregelen en de economische redenering die aan de besluiten ten grondslag ligt op een transparante wijze tijdig aan de financiële-marktdeelnemers en het grote publiek te communiceren. Dit draagt ertoe bij de inflatieverwachtingen te verankeren, ook in tijden wanneer deze een stijgende tendens vertonen.

... en heldere communicatie

Al met al heeft de combinatie van communicatie en heldere besluitvorming ertoe bijgedragen onder het publiek een beter begrip te kweken voor de monetaire-beleidsbesluiten van de ECB in het kader van de publiekelijk bekendgemaakte strategie. Evenzo heeft dit ertoe bijgedragen de financiële markten een beter inzicht te verschaffen in het stelselmatige reactiepatroon van het monetaire beleid van de ECB op economische ontwikkelingen en schokken, en deze derhalve in staat gesteld beter in te spelen op de globale koers van het monetaire beleid op de middellange termijn, waardoor de voorspelbaarheid van de beleidsmaatregelen is toegenomen.

Heden ten dage wordt transparantie gezien als een belangrijk element binnen het takenpakket van de moderne centrale bank, aangezien mede daardoor de geloofwaardigheid en de effectiviteit van het monetaire beleid langs verschillende wegen worden versterkt. Bovenal draagt transparantie over de doelstellingen van het monetaire beleid en over de wijze waarop de centrale bank deze tracht te verwezenlijken bij tot het vestigen van geloofwaardigheid. Dit stelt de centrale bank dan weer beter in staat om de inflatieverwachtingen op de lange termijn te sturen en daardoor het prijs- en loonvormingsgedrag te beïnvloeden op een wijze die verenigbaar is met prijsstabiliteit. Anders gezegd, kan een geloofwaardig monetair beleid waarborgen dat de onontkoombare eerste-ronde effecten van prijsstijgingen, bijvoorbeeld olieprijsstijgingen, niet leiden tot tweede-ronde effecten op lonen en prijzen, die uiteindelijk een algemene stijging van de inflatie tot gevolg zouden hebben.

Grotere transparantie komt effectiviteit monetair beleid ten goede ...

... verhoogt de voorspelbaarheid ervan ...

Voorts stelt transparantie met betrekking tot de monetaire-beleidsstrategie van de centrale bank en de door haar verrichte beoordeling van de economische situatie de financiële-marktdeelnemers beter in staat op de toekomstige koers van het monetaire beleid in te spelen, wat dan weer bijdraagt tot het verminderen van de volatiliteit op de financiële markten en waardoor de invloed van de centrale bank op de langere rente wordt vergroot. Tenslotte legt het streven naar transparantie aan de beleidsmakers zelfdiscipline op, hetgeen waarborgt dat hun beleidsbesluiten en toelichtingen consistent zijn en sporen met het aan hen verleende mandaat.

Het vermogen van de financiële markten om de monetaire-beleidsmaatregelen te voorspellen is in het algemeen het afgelopen decennium toegenomen.⁷ Deze ontwikkeling verleent steun aan de opvatting dat de door centrale banken overal ter wereld toegepaste transparante benadering van het monetaire beleid het in de markt heersende inzicht in het monetaire beleid heeft vergroot. Het feit dat de inflatieverwachtingen voor de lange termijn het afgelopen decennium in een nog niet eerder vertoonde mate over de landen heen zijn gestabiliseerd duidt erop dat transparantie ook heeft bijgedragen aan het verankeren van de inflatieverwachtingen.

De centrale bank moet een afweging maken tussen enerzijds de volledigheid en anderzijds de duidelijkheid van de communicatie, aangezien het niet mogelijk is een volledig uitputtende beschrijving van alle voor de beleidsvorming relevante elementen en aspecten te geven en tegelijkertijd helder te zijn. Ook houdt transparantie meer in dan louter het verstrekken van informatie, aangezien dit op zich niet leidt tot een beter inzicht in het monetaire beleid. De informatie moet op effectieve wijze aan het publiek worden overgebracht om de algehele effectiviteit van het monetaire beleid te vergroten. Om de voordelen van transparantie te kunnen plukken, moet de centrale bank derhalve beschikken over een effectieve communicatiestrategie. De communicatie door de centrale bank moet erop zijn gericht te waarborgen dat de informatie die van belang is voor het inzicht van het publiek in het monetaire beleid op een tijdige en open, en tegelijkertijd heldere en ondubbelzinnige, wijze wordt verstrekt, toegesneden op verschillende omgevingen en verschillende doelgroepen, variërend van het grote publiek tot deelnemers aan de financiële markten.

... en bevordert het afleggen van verantwoording

De belangrijkste elementen van de monetaire-beleidsstrategie leiden tot een grotere transparantie en het beter afleggen van verantwoording tegenover het grote publiek. De kwantitatieve definitie van prijsstabiliteit in de vorm van een twaalfmaands stijging van de HICP biedt een duidelijk referentiepunt, aan de hand waarvan het publiek de ECB ter verantwoording kan roepen terwijl dit tegelijkertijd bijdraagt aan het verankeren van de marktverwachtingen. De op twee pijlers gebaseerde benadering vormt een helder kader voor de interne besluitvorming en de externe communicatie. Tenslotte deelt de ECB de binnen de Raad van Bestuur uitgewisselde informatie met het grote publiek en geeft zij een gedetailleerde uitleg van de economische redenering die ten grondslag ligt aan beleidsbesluiten.

Bij de communicatie moet ook tot uitdrukking komen dat het monetaire beleid moet opereren in een complexe, onzekere en zich voortdurend ontwikkelende omgeving. In de externe communicatie van de monetaire-beleidsstrategie is dit aspect van zeer groot belang. Gezien de effecten van verschillende onverwachte schokken die de economie kunnen treffen en de lange en variabele vertraging waarmee monetaire-beleidsmaatregelen in de prijzen tot uitdrukking komen,

⁷ Voor een overzicht van de empirische literatuur over de voorspelbaarheid van het monetaire beleid wordt verwezen naar T. Blattner, M. Catenaro, M. Ehrmann, R. Strauch en J. Turunen, "The predictability of monetary policy", ECB Occasional Paper 83, 2008.

is het precieze tijdstip, en soms zelfs de richting, van een rentebesluit moeilijk te voorspellen. Door de monetaire-beleidsstrategie publiekelijk bekend te maken en door de regelmatige beoordeling van de economische ontwikkelingen op een transparante wijze te communiceren, heeft de ECB een hoge mate van voorspelbaarheid bereikt, waardoor het monetaire beleid aan effectiviteit heeft gewonnen (zie Kader 2).

Binnen een mondiale tendens onder de centrale banken naar een meer gedetailleerde en transparante communicatie, hebben de belangrijkste elementen van de communicatiestrategie van de ECB, met name de inleiding bij de maandelijkse persconferentie waarbij de zojuist genomen beleidsbesluiten worden uitgelegd, geleid tot een ontwikkeling waarbij wordt gestreefd naar een steeds actueler informatieverschaffing.

Kader 2

DE BELANGRIJKSTE DOOR DE ECB GEBRUIKTE COMMUNICATIE-INSTRUMENTEN EN -KANALEN

De kern van de maandelijkse, door de President en de Vice-President onmiddellijk na de eerste vergadering van de Raad van Bestuur van de maand gehouden persconferentie wordt gevormd door de inleidende verklaring. Op de persconferentie wordt de inleidende verklaring door de President voorgelezen namens de Raad van Bestuur. In die inleiding, vormgegeven conform de monetaire-beleidsstrategie van de ECB, wordt een actuele en uitgebreide samenvatting gegeven van de beleidsrelevante beoordeling van de economische en monetaire ontwikkelingen alsmede van de monetaire-beleidskoers. Bij de maandelijkse persconferentie, die wordt bijgewoond door vertegenwoordigers van verschillende media uit alle delen van het eurogebied en daarbuiten, wordt gelegenheid gegeven tot het stellen van vragen, waarmee een platform wordt geboden voor een actuele en evenwichtige uitleg van de monetaire-beleidsbesluiten aan het publiek. De persconferentie is derhalve een effectief middel om op een zeer actuele wijze de binnen de Raad van Bestuur gevoerde discussies, en daarmee het monetaire-beleidsvormingsproces, uiteen te zetten.

Naast de maandelijkse persconferentie, vormt het Maandbericht een belangrijk door de ECB gebruikt communicatiekanaal. In het Maandbericht wordt het grote publiek en de financiële markten een gedetailleerde en uitgebreide analyse geboden van het economische klimaat en de monetaire ontwikkelingen. Het wordt gewoonlijk een week na de vergadering van de Raad van Bestuur uitgebracht en bevat de informatie waarover de Raad van Bestuur beschikte bij het nemen van de beleidsbesluiten. Het Maandbericht bevat ook artikelen over ontwikkelingen op de lange termijn, algemene onderwerpen en analytische instrumenten die door het Eurosysteem in het kader van de monetaire-beleidsstrategie worden gehanteerd.

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

Om een zo breed mogelijk gehoor te bereiken, treden de leden van de Raad van Bestuur veelvuldig in het openbaar op. De door de leden van de Directie en de Raad van Bestuur gehouden toespraken, alsmede de door de leden van de Raad van Bestuur gegeven interviews, vormen ook belangrijke instrumenten om de inzichten van de ECB aan het publiek uiteen te zetten.

3.3 DE TENUITVOERLEGGING VAN HET MONETAIRE BELEID

De korte geldmarktrente speelt een belangrijke rol bij de transmissie van het monetaire beleid. Door deze rente te sturen, oefent het monetaire beleid een belangrijke invloed uit op de marktrentevoeten en via verschillende kanalen op de bestedingsbeslissingen van bedrijven en huishoudens, op de monetaire ontwikkelingen en uiteindelijk op het algemene prijsniveau. In deze paragraaf wordt uiteengezet hoe de ECB de monetaire-beleidsbesluiten ten uitvoer legt door het sturen van de rente in het zeer korte segment van de geldmarkt. Ook wordt ingegaan op de belangrijkste uitdagingen waarvoor het Eurosysteem is gesteld sinds de invoering van de euro.

SCHEIDING TUSSEN MONETAIR BELEID EN LIQUIDITEITSBEHEER

Voor een goed inzicht in het door de ECB gevoerde liquiditeitsbeheer, is het nuttig de bepaling van de monetaire-beleidskoers los te zien van de daadwerkelijke tenuitvoerlegging ervan. Zoals in paragraaf 3.1 is uiteengezet, biedt de monetaire-beleidsstrategie een structuur voor de relevante informatie over de economie op grond waarvan monetaire-beleidsbesluiten worden genomen. Op basis van de regelmatige economische en monetaire analyse, neemt de Raad van Bestuur besluiten omtrent het niveau van de basisrentevoeten van de ECB dat het meest passend wordt geacht ter vervulling van de doelstelling van prijsstabiliteit. De Directie van de ECB is vervolgens verantwoordelijk voor de tenuitvoerlegging van deze monetaire-beleidsbesluiten. Monetaire-beleidsbesluiten worden ten uitvoer gelegd door de korte geldmarktrente te sturen in de richting van het door de Raad van Bestuur gewenst geachte niveau. De vaststelling van de basisrentetarieven van de ECB, alsmede de communicatie daarover, speelt zeker een belangrijke rol bij het sturen van het gedrag van de marktdeelnemers. Dit is op zich echter niet voldoende om de korte marktrente aan te passen aan de basisrentevoeten van de ECB. Het sturen van de korte rente wordt in feite mede tot stand gebracht door het liquiditeitsbeheer van het Eurosysteem op basis van het operationele kader.

Het operationele karakter omvat het samenstel van instrumenten en procedures waarmee het Eurosysteem de monetaire-beleidsbesluiten in de praktijk ten uitvoer legt, d.w.z. waarmee het de korte geldmarktrente stuurt. Een andere factor die een rol speelt bij de beïnvloeding van de geldmarktrente is dat over het algemeen het bankwezen in het eurogebied liquiditeiten nodig heeft en derhalve afhankelijk is van herfinanciering door het Eurosysteem. Het Eurosysteem treedt dan op als verschafter van liquiditeiten aan de banken door middel van open-markttransacties. Daarbij regelt het Eurosysteem de binnen het bankwezen in het eurogebied beschikbare liquiditeiten met het oog op het tot stand brengen van evenwichtige liquiditeitsverhoudingen en het zoveel mogelijk aanpassen van de korte geldmarktrente aan het door de Raad van Bestuur gewenste renteniveau.

Samenvattend kan worden gesteld dat het Eurosysteem een duidelijk onderscheid maakt tussen enerzijds het besluit van de Raad van Bestuur van de ECB met betrekking tot het monetaire beleid en anderzijds de tenuitvoerlegging van dit besluit door middel van monetaire-beleids-

De vaststelling van de
basisrentevoeten van de ECB

Liquiditeitsbeheer

Scheiding tussen beleidskoers
en tenuitvoerlegging

instrumenten. De duidelijke scheiding tussen het besluit omtrent de monetaire-beleidskoers en de tenuitvoerlegging daarvan vermindert het risico dat de economische subjecten een eventuele volatiliteit in de korte geldmarktrente als gevolg van tijdelijke en onvoorspelbare schommelingen in de vraag naar en het aanbod van liquiditeiten, abusievelijk opvatten als monetaire-beleidssignalen van het Eurosysteem. Deze scheiding is in het bijzonder van belang geweest gedurende de financiële onrust die zich heeft voorgedaan vanaf begin augustus 2007, toen de korte geldmarktrente soms een zeer hoge mate van volatiliteit vertoonde.

HET OPERATIONELE KADER VOOR DE TENUITVOERLEGGING VAN HET MONETAIRE BELEID

Het operationele kader van het Eurosysteem voor de tenuitvoerlegging van het monetaire beleid is gebaseerd op de in het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap vastgelegde grondbeginselen. Artikel 105 van het Verdrag stelt dat, bij het nastreven van de doelstellingen, het Eurosysteem “(...) handelt in overeenstemming met het beginsel van een open markteconomie met vrije mededinging, waarbij een doelmatige allocatie van middelen wordt bevorderd (...)”.

Daarnaast kent het operationele kader ook nog enkele andere uitgangspunten. De belangrijkste daarvan is het beginsel van operationele doelmatigheid. Operationele doelmatigheid kan worden omschreven als het vermogen van het operationele kader om monetaire-beleidsbesluiten zo snel en exact mogelijk te laten doorwerken in de korte geldmarktrente. Gelijke behandeling van banken en harmonisatie van regels en procedures in het gehele eurogebied vormen andere belangrijke beginselen van het operationele kader. Weer een ander beginsel wordt gevormd door de decentralisatie van de tenuitvoerlegging van het monetaire beleid. Derhalve worden de monetaire-beleidstransacties gewoonlijk via de nationale centrale banken uitgevoerd. Tenslotte worden bij het operationele kader de beginselen van eenvoud, transparantie, veiligheid en doelmatigheid vanuit kostenooptpunt in acht genomen.

Om de korte geldmarktrente te sturen in de richting van het door de Raad van Bestuur vastgestelde renteniveau, hebben de ECB en het Eurosysteem drie instrumenten tot hun beschikking: (1) reserveverplichtingen, (2) open-markttransacties en (3) permanente faciliteiten. Deze instrumenten beïnvloeden de hoeveelheid liquiditeiten die binnen het bankwezen in het eurogebied beschikbaar is, en die op zijn beurt weer van invloed is op het niveau van de korte geldmarktrente.⁸ In dit kader treedt het Eurosysteem op als verschaffer van liquiditeiten en helpt het – via het operationele kader – de banken op een soepele en goed georganiseerde wijze te voorzien in hun liquiditeitsbehoeften.

(1) Banken hebben een bepaalde hoeveelheid liquiditeiten nodig om te kunnen voldoen aan de liquiditeitsbehoefte uit hoofde van de zogeheten autonome liquiditeitsfactoren. Deze factoren omvatten posten op de balans van het Eurosysteem die geen betrekking hebben op monetaire-beleidsinstrumenten.⁹ De grootste autonome factor bestaat uit de bankbiljettenomloop. Daarnaast hebben banken behoefte aan liquiditeiten om aan hun reserveverplichtingen te voldoen. Banken moeten namelijk reserves aanhouden bij het Eurosysteem. Door middel van reserveverplichtingen wordt een structurele vraag naar liquiditeiten van de kant van het bank-

De beginselen van het operationele kader

Drie instrumenten voor het sturen van de rente

Liquiditeitsbehoefte van banken en reserveverplichtingen

⁸ Voor een volledig overzicht van het door het Eurosysteem gehanteerde monetaire-beleidskader wordt verwezen naar ECB, “De uitvoering van het monetaire beleid in het eurogebied”, laatstelijk aangepast in september 2007.

⁹ Zie ook het artikel “Het liquiditeitsbeheer van de ECB” in het Maandbericht van mei 2002 en het artikel “The Eurosystem’s experience with forecasting autonomous factors and excess reserves” in het Monthly Bulletin van januari 2008.

wezen in het eurogebied gecreëerd. Voor elke instelling worden de reserveverplichtingen vastgesteld op basis van de balans van die instelling. Op het ogenblik zijn ongeveer 6.000 banken onderworpen aan reserveverplichtingen. De totale liquiditeitsbehoefte van het bankwezen in het eurogebied bedraagt gemiddeld ongeveer EUR 450 miljard. De totale dagelijks aangehouden reserves maken thans ongeveer de helft van dit totaal uit.

De belangrijkste functie van het stelsel van reserveverplichtingen bestaat uit het stabiliseren van de geldmarktrente. Aan de reserveverplichtingen moet gemiddeld gedurende de aanhoudingsperiode worden voldaan; de aanhoudingsperiode is de periode waarover wordt berekend of de banken aan hun reserveverplichtingen hebben voldaan. De aanhoudingsperiode begint gewoonlijk op de dinsdag na de vergadering van de Raad van Bestuur waarvoor de beoordeling van de monetaire-beleidskoers op de agenda staat. Het middelingsmechanisme houdt in dat het aanhouden van reserves op een bepaalde dag gedurende de aanhoudingsperiode in beginsel een nauw substituuut vormt voor het aanhouden van reserves op enige andere dag gedurende diezelfde aanhoudingsperiode. Dit betekent dat de aangehouden reserves van dag tot dag mogen schommelen en dat liquiditeitsschommelingen van dag tot dag worden geëgaliseerd. Reserveverplichtingen kosten het bankwezen geen geld aangezien over de aangehouden reserves door het Eurosysteem de gemiddelde marginale rentevoet op de basis-herfinancieringstransacties gedurende de aanhoudingsperiode wordt betaald.

(2) Open-markttransacties vormen de belangrijkste instrumenten bij het beheer van de liquiditeiten van het bankwezen in het eurogebied en bij het sturen van de korte geldmarktrente. Open-markttransacties worden gedecentraliseerd uitgevoerd: de ECB coördineert de transacties, maar de transacties zelf worden door de nationale centrale banken ten uitvoer gelegd.

Door het Eurosysteem worden drie soorten transacties gebruikt: (i) basis-herfinancieringstransacties, (ii) langerlopende herfinancieringstransacties, en (iii) “fine-tuning”-transacties (zie Tabel 1).

Tabel 1 Open markttransacties en permanente faciliteiten van het Eurosysteem

Monetaire-beleidstransacties	Verschaffing van liquiditeiten	Soorten transacties		Frequentie
		Absorptie van liquiditeiten	Looptijd	
Open-markttransacties				
Basis-herfinancieringstransacties	Transacties met wederinkoop	-	Eén week	Wekelijks
Langerlopende herfinancieringstransacties	Transacties met wederinkoop	-	Drie maanden	Maandelijks
“Fine-tuning”-transacties	Transacties met wederinkoop	Aantrekken van termijndeposito's	Niet-gestandaardiseerd	Niet regelmatig
Permanente faciliteiten				
Marginale beleningsfaciliteit	Transacties met wederinkoop	-	Tot de volgende ochtend	Toegang op initiatief tegenpartijen
Depositofaciliteit		Deposito's	Tot de volgende ochtend	Toegang op initiatief tegenpartijen

Door middel van basis-herfinancieringstransacties en langerlopende herfinancieringstransacties leent het Eurosysteem geld aan de banken. Deze kredietverlening is steeds gebonden aan een bepaalde, korte periode en vindt plaats tegen onderpand om het Eurosysteem te beschermen tegen financiële risico's (zie Kader 3). Het daggemiddelde van de via open-markttransacties door het Eurosysteem aan het bankwezen in het eurogebied verstrekte leningen bedraagt in totaal ongeveer EUR 450 miljard. Bij de transacties van het Eurosysteem gaat het om veel grotere bedragen dan bij de transacties van de andere grote centrale banken.

Zowel basis-herfinancieringstransacties als langerlopende herfinancieringstransacties worden op regelmatige basis uitgevoerd. Basis-herfinancieringstransacties worden wekelijks uitgevoerd in de vorm van een variabele-rentetender met een minimale inschrijvingsrente en een looptijd van een week. Bij een variabele-rentetender met een minimale inschrijvingsrente, kunnen banken inschrijven tegen verschillende rentevoeten die gelijk zijn aan of hoger dan de tevoren aangekondigde minimale inschrijvingsrente. De inschrijvingen met de hoogste rente worden als eerste toegewezen, gevolgd door die met de naastlagere rentevoet, totdat het totale bedrag aan te verschaffen liquiditeiten is uitgeput. De rentevoet waarbij het bedrag aan te verschaffen liquiditeiten wordt uitgeput is de marginale rentevoet en tegen deze rentevoet worden de inschrijvingen pro rata toegewezen. Langerlopende herfinancieringstransacties vinden maandelijks plaats in de vorm van een zuiver variabele-rentetender met een looptijd van drie maanden. In tegenstelling tot wat het geval is bij de basis-herfinancieringstransacties, is het bedrag aan liquiditeiten dat door middel van langerlopende herfinancieringstransacties wordt verschaft tevoren vastgesteld. Bij deze transacties hanteert het Eurosysteem de door de markt gewenste rentevoet. Aan de basis-herfinancieringstransacties en de langerlopende herfinancieringstransacties kan worden deelgenomen door een groot aantal banken, te weten ongeveer 1.700. Dit is een tamelijk groot aantal, ook in vergelijking met het operationele kader van andere grote centrale banken.

“Fine-tuning”-transacties worden niet regelmatig gebruikt voor het verschaffen of absorberen van liquiditeiten, maar worden uitgevoerd als dat nodig is. Om deze transacties snel en flexibel te kunnen uitvoeren, zijn de looptijd en de frequentie ervan niet gestandaardiseerd; in plaats daarvan kunnen deze aan elke gegeven situatie worden aangepast. Aangezien deze tenders snel moeten worden uitgevoerd (gewoonlijk binnen 90 minuten vanaf de aankondiging van de transactie), kan slechts een beperkt aantal banken eraan deelnemen (thans ongeveer 130). “Fine-tuning”-transacties zijn erop gericht de effecten van onverwachte liquiditeitsschommelingen binnen het bankwezen op de rente te egaliseren.

(3) Het Eurosysteem biedt de banken ook twee permanente faciliteiten – een marginale beleningsfaciliteit en een depositofaciliteit (zie Tabel 1). Deze faciliteiten vormen een bandbreedte rond de minimale inschrijvingsrente (van gewoonlijk 100 basispunten aan beide zijden van de inschrijvingsrente) en beperken daardoor de volatiliteit van de zeer korte rente (d.w.z. de korte geldmarktrente). De marginale beleningsrente vormt de bovengrens van de bandbreedte en kan worden gebruikt door banken om zeer kortlopende liquiditeiten te verkrijgen tegen beleenbaar onderpand. De depositofaciliteit vormt de ondergrens van de bandbreedte en kan worden gebruikt door banken om zeer kortlopende deposito's bij het Eurosysteem te plaatsen.

Permanente faciliteiten stellen bandbreedte aan korte rente

HET ONDERPANDSKADER VAN HET EUROSISTEEM

Zoals dat bij alle centrale banken over de gehele wereld gebruikelijk is, moeten alle liquiditeitsverruimende transacties van het Eurosysteem zijn gebaseerd op voldoende onderpand om het Eurosysteem tegen verliezen te beschermen. Tegelijkertijd moet het onderpandskader waarborgen dat voldoende onderpand beschikbaar is voor een groot aantal banken, zodat het Eurosysteem dat bedrag aan liquiditeiten kan verschaffen dat het nodig acht. Om dit te vergemakkelijken, aanvaardt het Eurosysteem een breed scala aan activa als onderpand.¹ Dit kenmerk van het onderpandskader van het Eurosysteem heeft recentelijk zeer aan waardering gewonnen aangezien het een van de stabiliserende factoren is geweest gedurende de recente periode van onrust op de financiële markten. Door het kader werd gewaarborgd dat de banken voldoende onderpand ter beschikking hadden om toegang te krijgen tot de openmarkttransacties van het Eurosysteem. Onderstaand wordt een kort overzicht gegeven van het onderpandskader van het Eurosysteem en van de belangrijkste verbeteringen die daarin gedurende de afgelopen 9½ jaar zijn aangebracht.

In 1998 werd een kader vastgesteld dat voorzag in twee categorieën onderpand om een soepele overgang naar de Monetaire Unie te waarborgen. De beleenbare activa werden daarbij verdeeld in twee groepen, ook wel bekend als twee “lijsten”. Dit diende ertoe om aan het begin van de EMU verschillen in financiële structuur tussen de lidstaten te overbruggen. De activa op de eerste lijst bestonden uit verhandelbare schuldinstrumenten die voldeden aan voor het gehele eurogebied geldende beleenbaarheidscriteria, terwijl de beleenbare activa op de tweede lijst bestonden uit activa die van belang waren voor bepaalde nationale financiële markten en bancaire sectoren en die slechts aan nationale beleenbaarheidscriteria voldeden. In beginsel konden alle beleenbare activa in het gehele eurogebied grensoverschrijdend worden gebruikt. Vanuit het oogpunt van het Eurosysteem functioneerde dit kader goed en bood het ook voldoende flexibiliteit om aanzienlijke tijdelijke stijgingen in de vraag naar onderpand gedurende perioden van onrust op de markten (zoals bij de millenniumovergang) op te vangen.

Het stelsel van twee categorieën beleenbare activa had echter ook nadelen. Een daarvan was het feit dat sommige categorieën activa slechts in enkele landen beleenbaar waren, waarvan mogelijk een ondermijnende invloed kon uitgaan op de gelijke concurrentievoorwaarden binnen het eurogebied, een van de belangrijkste grondslagen van het monetaire-beleidskader van het Eurosysteem. Daardoor, en als resultaat van twee openbare consultaties (gehouden in juni 2003 en mei 2004), besloot het Eurosysteem over te gaan op een kader met slechts één categorie beleenbare activa (dat bekendstaat als de “enkelvoudige lijst”) voor gebruik bij alle liquiditeitsverruimende transacties van het Eurosysteem. Met de enkelvoudige lijst werd beoogd de doelmatigheid van het onderpandskader verder te verbeteren. De enkelvoudige lijst werd in twee fasen ten uitvoer gelegd. Tijdens de eerste fase, die in mei 2005 werd afgesloten,

- 1 Zie Hoofdstuk 6 van de publicatie van de ECB getiteld “De uitvoering van het monetaire beleid in het eurogebied”, laatstelijk aangepast in september 2007, waarin de beleenbaarheidscriteria en risicobeheersingsmaatregelen voor de beleenbare activa bij de krediettransacties van het Eurosysteem worden beschreven.
- 2 Deze aanpassingen betroffen onder meer: (i) het niet meer in de lijst van beleenbare activa opnemen van aandelen, (ii) de omschrijving van de niet-gereguleerde markten die voor het Eurosysteem aanvaardbaar zijn vanuit het oogpunt van onderpandsbeheer, (iii) een verfijning van het criterium met betrekking tot door kredietinstellingen uitgegeven schuldinstrumenten, en (iv) de opname in de lijst van in euro luidende schuldinstrumenten uitgegeven door entiteiten in landen van de G10 die geen deel uitmaken van de Europese Economische Ruimte.

werd een aantal aanpassingen aangebracht met betrekking tot verhandelbare activa.² Tijdens de tweede fase, in januari 2007, werden niet-verhandelbare activa en met name kredietvorderingen (d.w.z. bankleningen) beleenbaar verklaard in alle landen van het eurogebied. Als gevolg van de om technische redenen benodigde aanlooptijd, zal het volledig uniforme regime voor kredietvorderingen pas in januari 2012 tot stand worden gebracht.³

Het feit dat thans een grote diversiteit aan activa wordt geaccepteerd als onderpand bij de krediettransacties van het Eurosysteem betekent dat het niet mogelijk is een uniform samenstel van beleenbaarheidscriteria te hanteren voor alle categorieën activa. Derhalve gelden in het algemeen gesproken twee soorten beleenbaarheidscriteria en risicobeheersingsmaatregelen,⁴ één voor verhandelbare activa en één voor niet-verhandelbare activa. Beide waarborgen echter een vergelijkbare mate van risicobescherming voor het Eurosysteem. Alleen activa met een hoge kredietkwaliteit worden als onderpand geaccepteerd. De beleenbaarheidscriteria voor verhandelbare activa zijn voldoende algemeen geformuleerd, zodat het onderpandskader zich gemakkelijk kan aanpassen aan innovaties in de markt en in staat is de marktontwikkelingen te volgen. Naarmate de financiële markten zich verder ontwikkelen, zullen verdere verfijningen in de beleenbaarheidscriteria en risicobeheersingsmaatregelen worden aangebracht, ook in de komende jaren.

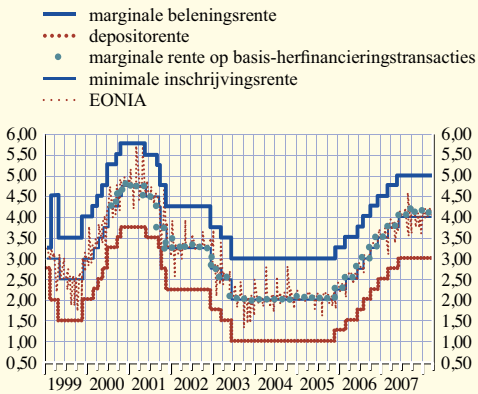
In 2007 bedroeg het gemiddelde bedrag aan beleenbare activa EUR 9.500 miljard, wat een stijging betekende van 73% ten opzichte van het bedrag van ongeveer EUR 5.500 miljard in 1999. Wat de samenstelling van het onderpand betreft, nam overheidsschuld 49% van het totaal voor zijn rekening, terwijl het restant van het verhandelbare onderpand bestond uit gedekte en ongedekte obligaties van kredietinstellingen (respectievelijk 12% en 17%), bedrijfsobligaties (9%), effecten met activa als onderpand (8%) en andere obligaties, zoals die uitgegeven door supranationale organisaties (4%). Ongeveer 12% van dit totaal aan beleenbare activa, d.w.z. EUR 1.100 miljard, werd in 2007 gedeponereerd bij het Eurosysteem. De samenstelling van de gedeponeerde activa verschilt van de samenstelling van de markten voor in euro luidende schuld, aangezien de banken ertoe neigen bij de krediettransacties van het Eurosysteem minder liquide onderpand te deponeren. Het gemiddelde bedrag aan kredietvorderingen bedroeg in 2007 10% van het totale gedeponeerde onderpand. Van de door deze extra bron van onderpand geboden mogelijkheden wordt nog niet volledig gebruikgemaakt; de hoeveelheid kredietvorderingen waarvan de kredietkwaliteit kan worden vastgesteld neemt geleidelijk toe. Het grensoverschrijdende gebruik van onderpand, waarbij een tegenpartij uit een bepaald land van het eurogebied gebruikmaakt van onderpand uit een ander land van het eurogebied, vormt een aanwijzing met betrekking tot de voortgang van de financiële integratie. In 2007 werd 51% van het onderpand grensoverschrijdend gebruikt, tegen 12% in 1999.

3 Een lange aanlooptijd is nodig voor de ontwikkeling van operationele systemen en procedures voor het beoordelen, evalueren en mobiliseren van kredietvorderingen, aangezien deze op een aantal belangrijke punten verschillen van verhandelbare instrumenten. Kredietvorderingen zijn als gevolg van hun grote diversiteit niet gestandaardiseerd en kennen geen uniforme documentatie, gewoonlijk is geen beoordeling van de kredietkwaliteit door een kredietbeoordelingsbureau of een externe prijsbron beschikbaar, mogelijk bestaan er juridische belemmeringen voor de verkoop aan derden, en het is niet eenvoudig na te gaan of een bepaalde lening nog wel bestaat. Het Eurosysteem heeft in 2006 een kredietbeoordelingskader (dat bekendstaat als het ECAF) opgesteld om andere waarderingsinstanties dan kredietbeoordelingsbureaus in staat te stellen zich op de nieuwe categorieën activa op de enkelvoudige lijst te richten.

4 Op de aan de liquiditeitsverruimende transacties van het Eurosysteem ten grondslag liggende activa worden risicobeheersingsmaatregelen toegepast om het Eurosysteem te vrijwaren van financiële verliezen als de onderliggende activa te gelde moeten worden gemaakt als gevolg van de deconfiture van een bank. Het Eurosysteem eist voor alle emittenten en activa een kredietkwaliteit die gelijkwaardig is aan een A rating, die door het Eurosysteem wordt toegepast als criterium voor een hoge kredietwaardigheid. Voor nadere gegevens wordt verwezen naar ECB, "De uitvoering van het monetaire beleid in het eurogebied", laatstelijk aangepast in september 2007.

Grafiek 11 De basisrentevoeten van de ECB en de EONIA sinds januari 1999

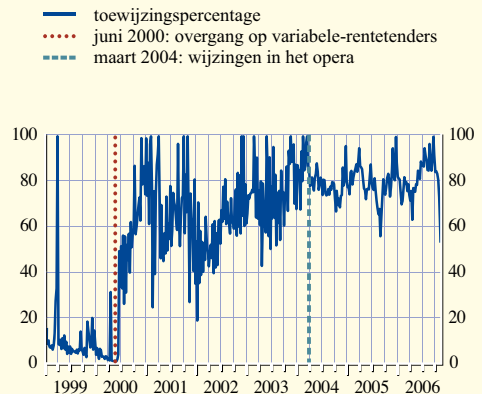
(procenten)



Bron: ECB.
Toelichting: De rente op de basis-herfinancieringstransacties heeft, voor transacties afgewikkeld vóór 28 juni 2000, betrekking op de rente bij vaste-rentetenders. Voor later afgewikkelde transacties heeft de rente betrekking op de minimale inschrijvingsrente bij variabele-rentetenders.

Grafiek 12 Beloop van het toewijzingspercentage januari 1999 - november 2006

(percentage van de inschrijvingen)



Bron: ECB.

DE TENUITVOERLEGGING VAN HET MONETAIRE BELEID SINDE INVOERING VAN DE EURO

Operationele kader heeft goed gefunctioneerd

Sinds de invoering van de euro heeft het operationele kader voor de tenuitvoerlegging van het monetaire beleid goed gefunctioneerd. De belangrijkste operationele doelstelling, te weten het sturen van de zeer korte geldmarktrente tot een niveau dichtbij de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties (zoals die door de Raad van Bestuur wordt vastgesteld), is verwezenlijkt. Bovendien is het operationele kader krachtig en flexibel gebleken, zelfs in perioden toen zich uitzonderlijke uitdagingen voordeden, zoals de millenniumovergang, de terreuraanslagen van 11 september 2001 of de recente onrust op de financiële markten in 2007-2008. In geen van deze gevallen heeft het Eurosysteem zijn toevlucht moeten nemen tot buitengewone, niet in het operationele kader voorziene maatregelen.

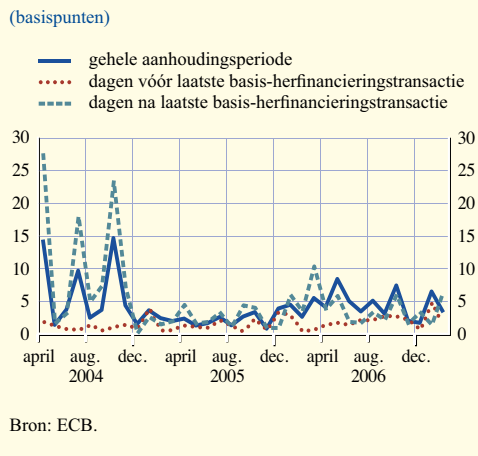
Uit Grafiek 11 blijkt dat de daggeldrente (de EONIA)¹⁰ in het algemeen dicht bij de minimale inschrijvingsrente is gebleven. Uit de grafiek blijkt ook dat de rentevoeten op de permanente faciliteiten een boven- en een ondergrens hebben gesteld aan de EONIA. De in de grafiek getoonde schommelingen zijn grotendeels het gevolg van tijdelijk krappe of ruime liquiditeitsverhoudingen op de geldmarkt. De doelmatigheid van het monetaire-beleidskader van het Eurosysteem heeft tot op zekere hoogte een norm gesteld en heeft andere centrale banken ertoe aangezet ook met een dergelijke bandbreedte te gaan werken.

Verfijning operationele kader

De sinds 1999 aangebrachte verfijningen zijn zeker van nut gebleken voor het functioneren van het operationele kader. Gedurende de afgelopen 9½ jaar zijn drie verfijningen aangebracht.

10 De EONIA (euro overnight index average) is een maatstaf van de effectieve rente op de interbancaire daggeldmarkt van het eurogebied.

Grafiek 13 Standaarddeviatie EONIA over de aanhoudingsperiode (dag tot dag) april 2004 - januari 2007



Ten eerste is in juni 2000 een variabele-rentetenderprocedure ingevoerd ter vervanging van de vaste-rentetenders die bij de aanvang van de Monetaire Unie waren toegepast. Deze verfijning betekende op zich geen wijziging in het operationele kader, aangezien dit kader zowel variabele- als vaste-rentetenders toelaat. De overgang op variabele-rentetenders werd doorgevoerd in reactie op excessieve inschrijvingen door de banken op de transacties van het Eurosysteem, een situatie die zich in het bijzonder gedurende de eerste helft van 2000 voordeed. Bij excessieve inschrijvingen wordt door de banken voor steeds hogere bedragen ingeschreven op de basis-herfinancieringstransacties. In dergelijke gevallen daalt de verhouding tussen de toegewezen bedragen en de bedragen waarvoor werd ingeschreven

tot een zeer laag niveau (zie Grafiek 12). Excessieve inschrijvingen deden zich voor als de banken verwachtten dat gedurende de lopende aanhoudingsperiode de basisrentetarieven van de ECB zouden worden verhoogd. Gezien deze verwachting van een renteverhoging, steeg de daggeldrente in de markt dan naar het verwachte niveau, d.w.z. boven de bij de basis-herfinancieringstransacties toegepaste vaste rentevoet.¹¹ De banken hadden in dergelijke gevallen een sterke stimulans om middelen te verkrijgen via de basis-herfinancieringstransacties en neigden derhalve tot excessieve inschrijvingen.

Op 8 juni 2000 besloot de Raad van Bestuur van de ECB bij de basis-herfinancieringstransacties over te gaan van vaste-rentetenders op variabele-rentetenders, en wel met ingang van 28 juni. De Raad van Bestuur besloot tevens een minimale inschrijvingsrente voor deze transacties vast te stellen om aldus een signaal af te geven omtrent de monetaire-beleidskoers. De minimale inschrijvingsrente zou aldus de rol overnemen die eerder door de bij de vaste-rentetenders gebruikte rentevoet werd gespeeld. De nieuwe tenderprocedure bood een onmiddellijke oplossing voor het probleem van excessieve inschrijvingen.

Ten tweede betekende de overgang op variabele-rentetenders niet dat het Eurosysteem nu was gevrijwaard van het risico van te lage inschrijvingen door de banken. Bij te lage inschrijvingen zijn de totale bedragen waarvoor door de banken wordt ingeschreven lager dan het voorgenomen toewijzingsbedrag. In dat geval lopen de banken het risico van liquiditeitstekorten aan het einde van de aanhoudingsperiode, en moeten zij derhalve een beroep doen op de marginale beleningsfaciliteit, waardoor de daggeldrente wordt opgedreven. Vanaf 2001, in een klimaat waarin werd verwacht dat de basisrentevoeten van de ECB zouden worden verlaagd, hebben zich in acht gevallen te lage inschrijvingen voorgedaan. Gezien de verwachting van een renteverlaging gedurende de lopende aanhoudingsperiode, daalde de daggeldrente dan naar het verwachte niveau, d.w.z. onder de bij de basis-herfinancieringstransacties toegepaste vaste rentevoet. De banken hadden dan weinig stimulans om middelen te verkrijgen via de basis-herfinancieringstransacties.

Overgang op
variabele-rentetenders

Structurele veranderingen
maart 2004

¹¹ Bij een vaste-rentetender stelt het Eurosysteem de rentevoet tevoren vast en schrijven de banken in voor het bedrag dat zij tegen die vaste rentevoet wensen te verkrijgen. De inschrijvingen worden dan pro rata toegewezen.

Om te voorkomen dat verwachtingen ten aanzien van aanpassingen van de basisrentevoeten van de ECB het inschrijvingsgedrag van de banken reeds gedurende de lopende aanhoudingsperiode zouden beïnvloeden, besloot de Raad van Bestuur in januari 2003 om twee wijzigingen in het operationele kader aan te brengen, die in maart 2004 van kracht werden. De eerste wijziging betrof een aanpassing van het aanvangstijdstip van de reserve-aanhoudingsperioden, en wel zodanig dat dit aanvangstijdstip nu altijd valt na de vergadering van de Raad van Bestuur waarbij de maandelijkse beoordeling van de monetaire-beleidskoers op de agenda staat. Het tijdstip van aanpassing van de rentevoeten op de permanente faciliteiten valt daarmee nu samen met de aanvang van de nieuwe reserve-aanhoudingsperiode. De tweede verandering had betrekking op de looptijd van de basis-herfinancieringstransacties, die van twee weken naar één week werd teruggebracht. Dit betekende dat de basis-herfinancieringstransacties zich niet meer over twee aanhoudingsperioden konden uitstrekken. De tenuitvoerlegging van deze wijzigingen verliep soepel en de banken pasten hun inschrijvingsgedrag snel aan.

Tenslotte nam, als gevolg van de afstemming van het begin van de aanhoudingsperiode op de vergaderdata van de Raad van Bestuur de gemiddelde tijdsduur tussen de laatste basis-herfinancieringstransactie gedurende een aanhoudingsperiode en de laatste dag van die periode toe tot zes werkdagen. Vóór maart 2004 was dit één tot zes dagen geweest. Als neveneffect daarvan deden zich soms grote liquiditeitsonevenwichtigheden voor aan het einde van een aanhoudingsperiode, met als gevolg een wat hogere volatiliteit van de daggeldrente in de markt. In reactie daarop heeft de ECB sinds oktober 2004 de daaruit resulterende grote liquiditeitsonevenwichtigheden aan het einde van een aanhoudingsperiode vaker gecompenseerd door op de laatste dag van zo'n periode een “fine-tuning”-transactie te verrichten. Daarmee wordt de rentevolatiliteit die zich soms in de laatste week van een aanhoudingsperiode voordoet gereduceerd (zie Grafiek 13).

De recente periode van volatiliteit op de financiële markten, die in augustus 2007 begon toen de crisis op de Amerikaanse markt voor sub-prime hypotheek oversloeg naar de geldmarkt van het eurogebied, heeft tot nu toe de grootste uitdaging voor het operationele kader van het Eurosysteem gevormd. In deze roerige periode heeft het operationele kader wederom goed gefunctioneerd en heeft het Eurosysteem het vermogen behouden de daggeldrente te sturen (zie Grafiek 11).

Om de daggeldrente te sturen op een niveau dichtbij de minimale inschrijvingsrente, heeft de ECB in deze periode van financiële onrust vier soorten maatregelen toegepast.¹²

Ten eerste is wijziging gebracht in het tijdstip van liquiditeitsverschaffing in de loop van een aanhoudingsperiode door gebruik te maken van zowel basis-herfinancieringstransacties als “fine-tuning”-transacties. Vóór de onrust op de financiële markten spreidde de ECB de liquiditeitsverschaffing over de aanhoudingsperiode, maar sinds de aanvang van de recente volatiliteit op de financiële markten heeft de ECB de liquiditeitsverschaffing aan het begin van de aanhoudingsperiode opgevoerd, waardoor de banken in staat worden gesteld op een betrekkelijk vroege tijdstip gedurende de aanhoudingsperiode aan het overgrote deel van hun reserveverplichtingen te voldoen. De totale liquiditeitsverschaffing is echter niet gewijzigd: het Eurosysteem streeft er nog steeds naar een zodanig bedrag aan liquiditeiten te verstrekken dat de banken exact aan hun reserveverplichtingen kunnen voldoen.

¹² Zie ook het artikel “The Eurosystem’s open market operations during the recent period of financial market volatility” in het Monthly Bulletin van mei 2008.

Ten tweede is het aandeel van de langerlopende herfinancieringstransacties in de totale door het Eurosysteem verschaft herfinanciering vergroot en is het aandeel dat via de basis-herfinancieringstransacties met een looptijd van één week wordt verstrekt dienovereenkomstig verminderd. Daardoor is de gemiddelde looptijd van de uitstaande monetaire-beleidstransacties toegenomen.

Ten derde is bij gelegenheid gebruik gemaakt van speciale tenderprocedures met volledige toewijzing, met name om de spanningen op de markt rond de jaarultimo te verlichten. Via dergelijke procedures zijn de marktpartijen in staat gesteld het precieze toewijzingsbedrag vast te stellen in een situatie waarin het moeilijk was de vraag naar liquiditeiten te bepalen en de inzet van “fine-tuning”-transacties nodig was om de resulterende overliquiditeit te absorberen.

Door de inzet van deze drie categorieën maatregelen is de ECB in staat geweest de controle over de korte geldmarktrente te behouden. Geen van deze maatregelen noopte tot een structurele wijziging in het operationele kader van het Eurosysteem voor de tenuitvoerlegging van het monetaire beleid. Evenmin waren aanpassingen nodig in het onderpandskader, dat een belangrijke rol heeft gespeeld bij de ondersteuning van de geldmarkt.

Tenslotte is de ECB een valuta-arrangement (swap line) overeengekomen met het Federal Reserve System in verband met de US dollar Term Auction Facility van de Fed. Door de ECB is een aantal termijnveilingen gehouden waarbij namens de Fed in dollars luidende liquiditeiten aan banken in het eurogebied zijn verstrekt.

Geconcludeerd kan worden dat de flexibele vormgeving van – alsmede het brede scala aan instrumenten binnen – het operationele kader voor de tenuitvoerlegging van het monetaire beleid effectief en doelmatig is gebleken.

In verband met de tenuitvoerlegging van het monetaire beleid wordt opgemerkt dat door het sturen van de korte geldmarktrente het monetaire beleid een belangrijke invloed uitoefent op de marktrente en via vele verschillende kanalen op de bestedings- en investeringsbeslissingen, de monetaire ontwikkelingen en uiteindelijk het beloop van het prijspeil. Het proces waardoor de monetaire-beleidsbesluiten de economie in het algemeen en het prijspeil in het bijzonder beïnvloeden staat bekend als het transmissiemechanisme van het monetaire beleid. Dit proces is complex, kan in de loop van de tijd aan verandering onderhevig zijn en kan tussen verschillende economieën verschillen vertonen. In Kader 4 worden terzake enkele empirische gegevens voor het eurogebied gepresenteerd.

Geen structurele aanpassing
operationeel kader nodig

Kader 4

HET TRANSMISSIEMECHANISME VAN HET MONETAIRE BELEID

Wat het eurogebied betreft, laten empirische gegevens zien dat het transmissiemechanisme van het monetaire beleid in alle landen van het eurogebied op globaal gelijke wijze werkt. Banken spelen een belangrijke rol bij het laten doorwerken van wijzigingen in de beleidsrente in de bancaire debetrente, gezien de hoge mate van afhankelijkheid van bedrijven en huishoudens van bancaire financiering en de nog steeds betrekkelijk beperkte mate van beurskapitalisatie in het eurogebied. De nog resterende landspecifieke verschillen hebben in hoofdzaak betrekking op de opkomst van nieuwe financiële producten en nieuwe marktdeelnemers, de

veranderende aard van de concurrentie tussen de banken en de verschillende mate van integratie van de financiële markten in de afzonderlijke landen van het eurogebied.

Voor het eurogebied als geheel speelt het klassieke rentekanaal een overheersende rol bij het doorgeven van monetaire impulsen aan de economie. Andere kanalen die binnen het eurogebied van belang zijn worden gevormd door het geld- en kredietkanaal en het verwachtingkanaal (zie Grafiek A).¹

Met betrekking tot het rentekanaal en het geld- en kredietkanaal, wijzen de analyses van de ECB en het Eurosysteem op een opmerkelijke mate van convergentie binnen het eurogebied sinds 1999. Er bestaan tussen de landen echter nog steeds verschillen in niveaus en mutaties in bancaire rentevoeten. Er zijn ook aanwijzingen dat zich in de doorwerking van de marktrente naar de bancaire rente nog steeds enige mate van heterogeniteit voordoet.²

In Grafiek B en Grafiek C zijn enkele gegevens opgenomen over de mate van heterogeniteit tussen de landen. In de grafieken worden de veranderingen in de rentevoeten op leningen aan huishoudens en bedrijven op landniveau vergeleken met die in de driemaands Euribor voor de periode 2003-2008 (zie staaf 13 in Grafiek B en Grafiek C), waarvoor geharmoniseerde gegevens met betrekking tot bancaire rentevoeten beschikbaar zijn. Bij een volledige doorwerking moeten de veranderingen in de bancaire rentevoeten gelijk zijn aan die in de marktrentevoeten. Uit de gegevens blijkt echter dat de reacties van de banken in de verschillende landen op veranderingen in de marktrente sterk uiteenlopen, en dat er in slechts enkele gevallen een één-op-één verband is. Uit de beschikbare gegevens blijkt dat, met betrekking tot de bancaire rentevoeten, de convergentie in de loop van de tijd bij woninghypotheken voor huishoudens groter is geweest dan bij kortlopende leningen aan niet-financiële vennootschappen (of andere productcategorieën).

De concurrentie binnen de financiële dienstverlening, de relaties tussen bank en cliënt, de voorkeuren aangaande de looptijd van kredieten of de variabiliteit van rentevoeten, risicopremies en de administratieve kosten van aanpassing van rentevoeten beïnvloeden waarschijnlijk alle de effectiviteit van de monetaire-beleidsmaatregelen door de invloed die hierdoor wordt uitgeoefend op het kanaal van de bancaire debetrente.³

Al met al lijkt, gezien de belangrijke rol die banken spelen bij de kredietverlening aan huishoudens en bedrijven, het kredietkanaal van belang te zijn voor het eurogebied, zij het in verschillende mate voor de verschillende eurolanden.⁴ Het kanaal omvat gewoonlijk een balanskanaal en een bankkredietkanaal.⁵

1 Voor een uitgebreider overzicht van het mechanisme van de monetaire-beleidstransmissie wordt verwezen naar het artikel "Monetaire-beleidstransmissie in het eurogebied" in het Maandbericht van juli 2000 en het door de ECB uitgegeven boekje "Het monetaire beleid van de ECB", 2004. Zie ook A.K. Kashyap en J.C. Stein, "What Do a Million Observations on Banks Say About the Transmission of Monetary Policy", *The American Economic Review*, 90, nr. 3, 2000, blz. 407-428.

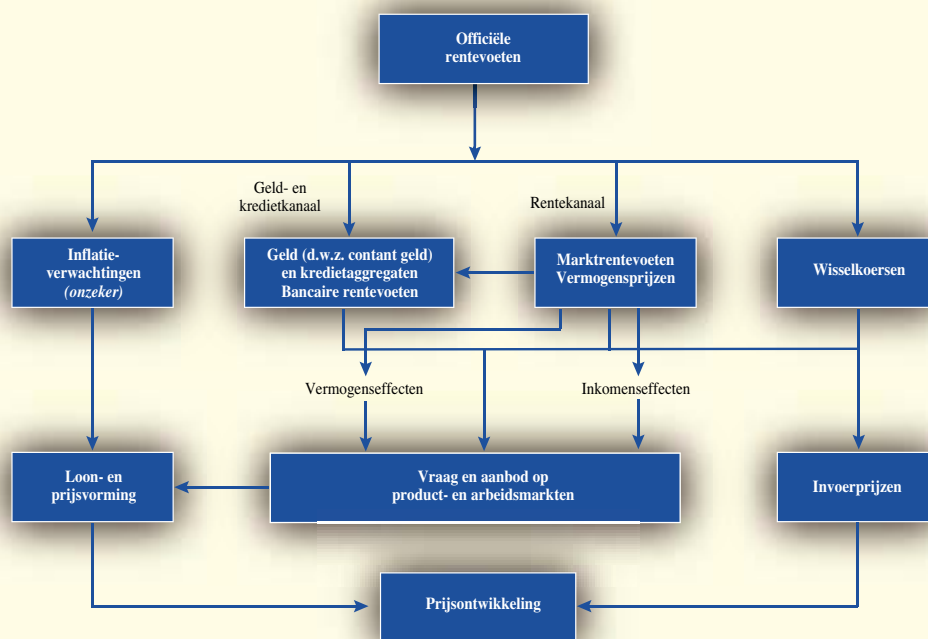
2 Dit wordt ook bevestigd door econometrische studies. Zie bijvoorbeeld H. Sander et al., "Convergence in euro-zone retail banking? What interest rate pass-through tells us about monetary policy transmission, competition and integration", *Journal of International Money and Finance* 23, 2004, blz. 461-492; G. de Bondt, "Interest rate pass-through: Empirical results for the euro area", *German Economic Review* 6 (1), 2005, blz. 37-78, en C. Kok Sørensen et al., "Bank interest rate pass-through in the euro area: A cross-country comparison", ECB Working Paper nr. 580, 2006.

3 Zie ECB, "Differences in MFI interest rates across euro area countries", september 2006.

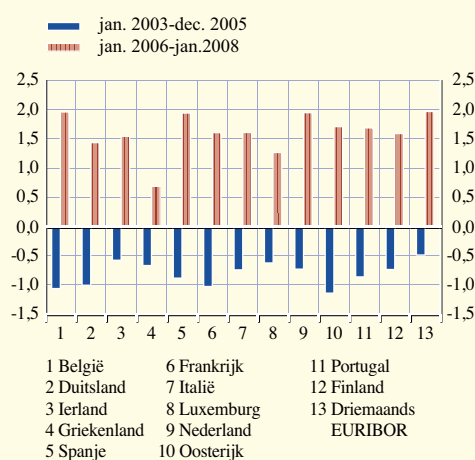
4 Zie J. B. Chatelain et al., "Firm investment and monetary transmission in the euro area", I. Angeloni, A. Kashyap en B. Mojon, *Monetary Policy Transmission in the Euro Area*, Cambridge University Press, Cambridge, 2003.

5 Zie ook B. S. Bernanke en M. Gertler, "Inside the black box: The credit channel of monetary policy transmission", *Journal of*

Grafiek A Schematische weergave van het transmissiemechanisme van het monetaire beleid

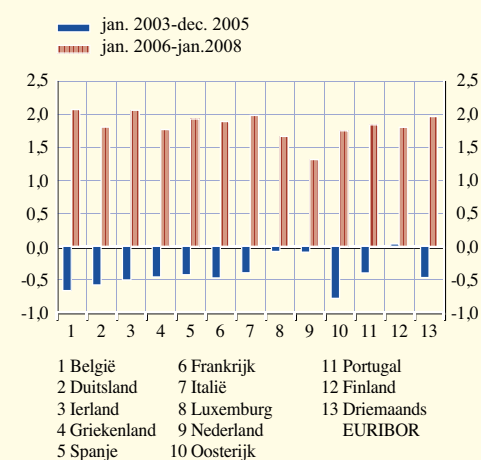


Grafiek B Mutaties in rentevoeten op woninghypotheken voor huishoudens (procentpunten)



Bron: ECB.
Toelichting: De gebruikte rentevoeten op woninghypotheken voor huishoudens zijn variabele rentevoeten met een initiële rentevaste periode van maximaal één jaar.

Grafiek C Mutaties in rentevoeten op leningen aan niet-financiële vennootschappen (procentpunten)



Bron: ECB.
Toelichting: De gebruikte rentevoeten zijn variabele rentevoeten op leningen van meer dan EUR 1 miljoen aan niet-financiële vennootschappen met een initiële rentevaste periode van maximaal één jaar.

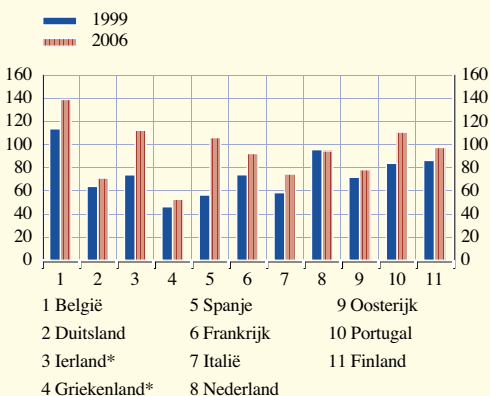
Met betrekking tot het balanskanaal blijkt uit de analyse dat in sommige eurolanden liquiditeits- en kasstroomeffecten van belang lijken te zijn, terwijl deze in andere landen vrijwel verwaarloosbaar zijn.⁶ Het belang van het balanskanaal kan indirect worden afgeleid door een analyse te maken van de verschillen tussen de landen met betrekking tot de schuldenlast van niet-financiële vennootschappen of de aard van hun financieringsbronnen. Grafiek D laat zien dat er tussen de eurolanden verschillen bestaan in het schuldniveau van bedrijven. In sommige landen lijken bedrijven gevoeliger voor rentewijzigingen, aangezien hun schuldenlast gezien vanuit het perspectief van het eurogebied betrekkelijk hoog is.

Met betrekking tot het bankkredietkanaal wordt uit de analyse niet duidelijk of het aanbod van leningen in de landen van het eurogebied van invloed is op de transmissie van het monetaire beleid. Uit analyses van bancaire microgegevens is gebleken dat de gebruikelijke indicatoren van de mate van asymmetrische informatie (zoals de grootte van de bank) slechts van gering belang zijn geweest voor de reactie van bankleningen op het monetaire beleid in het eurogebied. In plaats daarvan lijkt de reactie van de banken op het monetaire beleid meer van hun liquiditeit af te hangen.

Al met al doet zich een zekere mate van heterogeniteit voor tussen de landen met betrekking tot de aard van de financieringsbronnen van bedrijven. In sommige landen spelen de banken een overwegende rol en in andere de kapitaalmarkt. Dit is mogelijk het gevolg van verschillende kenmerken van de bedrijven in de verschillende landen (zoals het relatieve belang van kleine en middelgrote ondernemingen, of de verhouding tussen particuliere bedrijven en overheidsbedrijven). Het kan echter ook een gevolg zijn van verschillen in de toegang die bedrijven hebben tot alternatieve bronnen van externe financiering. Wat dit betreft moet de nadruk worden gelegd op de belangrijke veranderingen die zich binnen de financiële sector hebben voorgedaan sinds de aanvang van de Monetaire Unie.

Grafiek D Schuldquote van niet-financiële vennootschappen

(1999 en 2006)



Bron: ECB.

Toelichting: De gebruikte rentevoeten zijn variabele rentevoeten op leningen van meer dan EUR 1 miljoen aan niet-financiële vennootschappen met een initiële rentevaste periode van maximaal één jaar.

⁶ Zie Tabel 24.6 in I. Angeloni, A. Kashyap en B. Mojon, op. cit., en L. Gambacorta en P. E. Mistrulli, "Does Bank Capital Affect Lending Behavior?", *Journal of Financial Intermediation*, 13, nr. 4, 2004, blz. 436-457.

3.4 VERDERE UITDAGINGEN IN DE TOEKOMST

Sinds de oprichting heeft de ECB het hoofd geboden aan een aantal uitdagingen die voornamelijk voortvloeiden uit een reeks aanzienlijke opwaartse prijsschokken. Door waar nodig vastberaden en tijdig op te treden, heeft de Raad van Bestuur van de ECB bewezen in staat te zijn op een geloofwaardige wijze tot stand te brengen wat de Raad conform het toegekende mandaat verplicht is tot stand te brengen, te weten prijsstabiliteit. Dit wordt ook weerspiegeld in de vaste en aanhoudende verankering van de inflatieverwachtingen voor de langere termijn.

Er is echter geen reden voor zelfgenoegzaamheid. Hoewel de ECB erin is geslaagd gedurende bijna een vol decennium in het eurogebied een hoge mate van prijsstabiliteit te handhaven, heeft de gemiddelde twaalfmaands HICP-inflatie zich sinds 2000 op een niveau bewogen waarbij bij voortdurende de bovengrens van de door de ECB gehanteerde definitie van prijsstabiliteit werd overschreden. Hoewel dit kan worden verklaard uit de eerdergenoemde reeks

Grafiek 14 Gemeten HICP-inflatie en gevoelsinflatie in het eurogebied

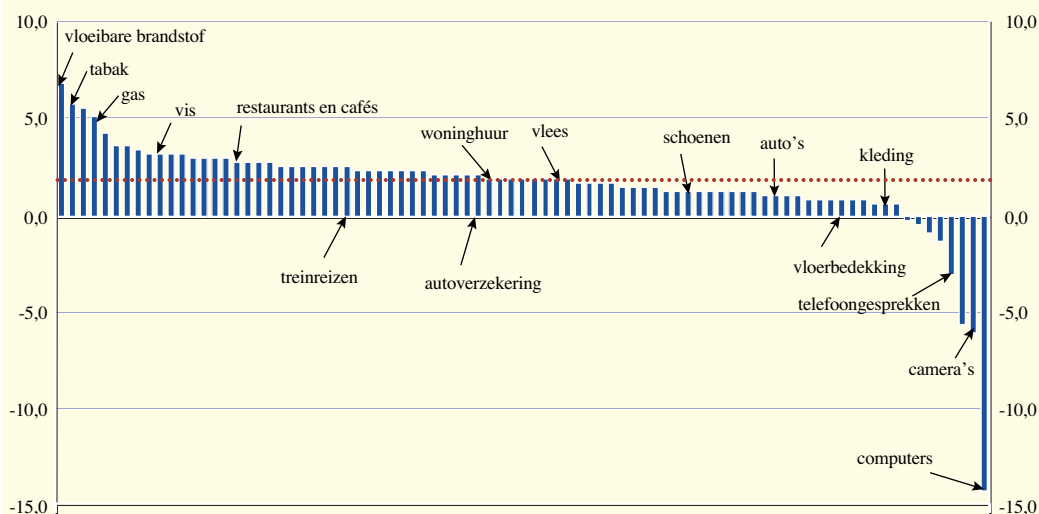


Bronnen: Eurostat en conjunctuurenquêtes van de Europese Commissie.

1) In de periode 2002-2003 heeft zich een sterke stijging van de gevoelsinflatie voorgedaan. Het percentage consumenten dat van mening was dat de prijzen "sterk waren gestegen" nam toe van 14% in 1999-2001 tot 38% in 2002-2003.

Grafiek 15 Gemiddelde prijsmutatie per jaar in subsidies van de HICP, met een aantal gemarkeerde producten, in de periode 1996-2007

(gemiddelde twaalfmaands stijging van de HICP¹)



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

1 De doorgetrokken lijn geeft de gemiddelde twaalfmaands stijging van de HICP weer, die in de beschouwde periode 1,9% bedroeg.

negatieve opwaartse prijsschokken, spoort het resultaat niet met de doelstelling van de Raad van Bestuur om de twaalfmaands stijging van de HICP onder, maar dichtbij 2% te houden.

Evenzo heeft de ECB moeilijke perioden meegemaakt waarin de inflatieverwachtingen afgeleid uit financiële-marktinstrumenten, zoals obligatierendementen, tijdelijk de met prijsstabiliteit op de middellange termijn verenigbare niveaus aanzienlijk overschreden. Tot dusverre is de ECB in staat geweest de inflatieverwachtingen te temperen en deze terug te brengen tot betrekkelijk goed verankerde niveaus verenigbaar met prijsstabiliteit. Er doen zich echter geleidelijk tekenen voor die erop wijzen dat de inflatieverwachtingen recentelijk een opwaarts tendens vertonen. Derhalve kan niet worden uitgesloten dat zij gedurende een langere periode hoger zullen zijn dan in de beginjaren van het gemeenschappelijke monetaire beleid het geval was. Het is in dit licht dat een vaste verankering van de inflatieverwachtingen van het allergrootste belang blijft en dat daaraan door de Raad van Bestuur de hoogste prioriteit wordt toegekend.

Tenslotte wordt opgemerkt dat, hoewel de gemiddelde werkelijke HICP-inflatie globaal in overeenstemming is geweest met prijsstabiliteit, enquêtes duiden op een aanhoudend uiteenlopende ontwikkeling van de officiële inflatiecijfers en de inflatie zoals die door het grote publiek in het eurogebied wordt ervaren (zie Grafiek 14). Aan deze uiteenlopende ontwikkeling ligt mogelijk een aantal factoren ten grondslag. Zo is het mogelijk dat de consumenten een groter belang hechten aan de ontwikkeling van prijzen van goederen en diensten die zij vaker aanschaffen. In die visie oefenen deze goederen en diensten dan een sterkere invloed uit op de gevoelsinflatie zoals die door consumenten wordt ervaren dan het bedrag dat zij er in werkelijkheid aan besteden.¹³

Hoewel de totale HICP-inflatie sinds 1996 gemiddeld 1,9% heeft bedragen, hebben zich binnen dit totaal nogal afwijkende ontwikkelingen voorgedaan. Grafiek 15 laat de gemiddelde twaalfmaands procentuele mutaties in de sub-indices van de HICP sinds 1996 zien. In het algemeen zijn de prijzen van duurzame producten die niet vaak worden aangeschaft (zoals computers en auto's) veel minder gestegen dan die van zaken die vaker worden aangeschaft (zoals benzine en voedingsmiddelen in restaurants en cafés). Derhalve blijft de verklaring van de verschillen tussen de gevoelsinflatie en de werkelijke inflatie en de handhaving van het vertrouwen van de burgers in de officiële inflatiestatistieken een belangrijke uitdaging voor met name het communicatiebeleid van de ECB en het Eurosysteem.

Margeteksten

13 Voor nadere gegevens wordt verwezen naar het artikel "Measured inflation and inflation perceptions in the euro area", en in het bijzonder Box 1 "The European Commission's surveys of consumers' inflation perceptions", in het Monthly Bulletin van mei 2007

DRIE FASEN VAN DE ECONOMISCHE EN MONETAIRE UNIE (EMU)

1 1 juli 1990 – Afschaffing van alle beperkingen op het kapitaalverkeer

2 1 januari 1994 – Oprichting van het Europees Monetair Instituut, de voorganger van de ECB

3 1 januari 1999 – Onherroepelijke vaststelling van de omrekeningskoersen. ECB verantwoordelijk voor monetair beleid

1 januari 2002 – Invoering van euro-bankbiljetten en -munten

CONVERGENTIECRITERIA

Economische en Monetaire Unie

Prijstabiliteit

Convergentie rentevoeten

Begrotingsdiscipline

Wisselkoersstabiliteit

4 ECONOMISCHE BELEIDSUITDAGINGEN EN DE UITBREIDING VAN HET EUROGEBIED

Zoals in hoofdstuk 3 werd uiteengezet draagt het monetaire beleid het meest bij aan de reële economische groei door het handhaven van prijsstabiliteit. Ondanks het grote belang van deze bijdrage, zijn de macro-economische tendensen die in dit hoofdstuk worden geanalyseerd vooral het gevolg van het structuurbeleid en het begrotingsbeleid.

Een terugblik op het afgelopen decennium wijst uit dat het aantal werkenden in het eurogebied sinds de invoering van de EMU met ruim 15 miljoen is toegenomen. In de periode 1990-98 bedroeg de toename slechts rond 5 miljoen. Dit zijn bemoedigende ontwikkelingen die het gevolg zijn van eerdere herstructureringen in de bedrijfssector, arbeidsmarkthervormingen, immigratie en loonmatiging. De arbeidsproductiviteit per uur is in het eurogebied sinds het midden van de jaren negentig echter op een betrekkelijk laag niveau blijven steken.

De totale beoordeling van het begrotingsbeleid is gemengd. Enerzijds is de begrotingspositie van het eurogebied als geheel de afgelopen jaren sterk verbeterd. Anderzijds hebben enkele landen in het eurogebied nog altijd geen gezonde begrotingspositie weten te behalen en behouden, noch hun overheidsschuldquote naar een meer houdbaar niveau te brengen. In dit verband is het bijzonder teleurstellend dat veel landen er in de goede tijden niet in zijn geslaagd een snellere consolidatie van hun overheidsfinanciën tot stand te brengen.

De verschillen in de reële productiegroei en de inflatie tussen de landen zijn niet uitzonderlijk groot vergeleken bij die tussen de verschillende staten en regio's in de Verenigde Staten. Zoals in iedere muntunie zijn zulke verschillen tot op zekere hoogte een natuurlijk verschijnsel, bijvoorbeeld wanneer zij het gevolg zijn van inhaaleffecten. Maar de verschillen kunnen ook wijzen op een onjuist nationaal economisch beleid en structurele starheden, die door de nationale beleidsmakers zouden moeten worden aangepakt.

Dit hoofdstuk bevat ook een beschrijving van de uitbreiding van het eurogebied, van de oorspronkelijke elf landen tot vijftien op dit moment. De uitbreiding van het eurogebied is een onomkeerbaar proces en dient derhalve goed voorbereid te worden. Duurzame convergentie is een absolute voorwaarde voor verdere uitbreiding.

Al met al zijn grote vorderingen geboekt. Maar er valt nog veel te doen en de recente signalen van een vertraging of zelfs een achteruitgang voor wat de structurele hervormingen en de begrotingsconsolidatie betreft zijn een bron van zorg, ook vanuit het oogpunt van het monetaire beleid. Een slecht doordacht structuurbeleid, economische starheden en een ongedisciplineerd begrotingsbeleid kunnen bijdragen tot een toename van de inflatoire druk of van de hardnekkigheid van de inflatie, waarmee in het monetaire beleid rekening moet worden gehouden. Een economisch beleid en hervormingen die de concurrentie, de flexibiliteit van de goederen-, kapitaal- en arbeidsmarkten, alsook de voltooiing van de gemeenschappelijke markt ten goede komen zijn bevorderlijk voor de groei van de economie en de werkgelegenheid, houden de druk op de prijzen in toom en verhogen daarmee de welvaart. Een dergelijk beleid draagt ook bij aan het soepele functioneren van de aanpassingsmechanismen binnen de EMU.

Dit hoofdstuk is als volgt opgebouwd. In paragraaf 4.1 worden de tendensen in de reële groei, de productiviteit en de arbeidsmarkten besproken. In paragraaf 4.2 wordt gekeken naar het begrotingsbeleid. In paragraaf 4.3 worden enkele gestileerde feiten met betrekking tot de verschillen in de reële productiegroei en de inflatie tussen landen gepresenteerd. Paragraaf 4.4 bevat een beschrijving van de uitbreiding van het eurogebied, van oorspronkelijk elf landen tot vijftien op dit moment. En paragraaf 4.5 geeft een overzicht van de beleidsuitdagingen voor de toekomst.

4.1 DE REËLE MACRO-ECONOMISCHE ONTWIKKELINGEN IN HET EUROGEBIED EN HET STRUCTUURBELEID

In deze paragraaf wordt een beschrijving gegeven van de reële macro-economische ontwikkelingen, en van de belangrijkste uitdagingen voor het economische structuurbeleid in het eurogebied. Eerst wordt kort stilgestaan bij het belang van structurele hervormingen binnen de EMU. Daarna worden de productie, de werkgelegenheid en de productiviteitsgroei onder de loep genomen. Op de langere termijn wordt het vermogen van de economie van het eurogebied om de productiviteit en het aantal banen te verhogen en een krachtige economische groei te handhaven bepaald door zijn structurele en institutionele kenmerken. Tenslotte worden de belangrijkste vraagstukken ten aanzien van het economische structuurbeleid en de uitdagingen voor de arbeids- en productmarkten besproken.

HET BELANG VAN STRUCTURELE HERVORMINGEN IN EEN MONETAIRE UNIE

De economische hervormingen in de goederen-, kapitaal- en arbeidsmarkten en de voltooiing van de gemeenschappelijke markt zijn bedoeld om concurrentiebelemmeringen weg te nemen, de flexibiliteit van de markt te vergroten en de binnenlandse en grensoverschrijdende concurrentie te bevorderen. Over het algemeen zijn dergelijke structurele hervormingen van cruciaal voor het monetaire beleid, omdat zij een grote rol spelen bij het verminderen van de inflatoire druk en de hardnekkigheid van de inflatie die het gevolg zijn van ongunstige schokken. Vooral starheden in de loon- en prijsvormingsmechanismen of buitensporige loonontwikkelingen kunnen de nodige aanpassingen van de relatieve prijzen aan economische schokken ophouden en zo bijdragen aan de hardnekkigheid van de inflatie. Flexibele en concurrerende markten, die zich soepel aanpassen aan economische veranderingen en economische schokken absorberen¹ – ook over nationale grenzen heen – zijn essentieel voor een muntunie zoals het eurogebied, waar niet langer op economische veranderingen kan worden gereageerd met aanpassingen van het nationale monetaire beleid en het wisselkoersbeleid.²

Bovendien kunnen economische hervormingen die concurrentiebelemmeringen uit de weg ruimen niet alleen het aanpassingsvermogen van het eurogebied aan economische veranderingen vergroten, maar ook bijdragen tot het beteugelen van de opwaartse druk op de prijzen, aangezien grotere concurrentie doorgaans een neerwaarts effect heeft op de kosten en de prijzen.³

Gezien de zwakke economische prestaties van Europa in het afgelopen decennium, heeft de Europese Raad een breed opgezet en ambitieus programma van economische hervormingen opgesteld – de strategie van Lissabon voor economische groei en werkgelegenheid (zie ook hoofdstuk 2). De Lissabon-strategie is er vooral op gericht de economische groei, de productiviteit en de arbeidsbenutting in de Europese economie te bevorderen.⁴ De in hoofdstuk 2 besproken Lissabon-strategie is een fundamenteel en ambitieus programma dat bedoeld is om Europa te wijzen op de urgentie van structurele hervormingen. Het is een breed opgezet hervormingsprogramma met als doel de vergroting van de concurrentie en van de flexibiliteit van de product- en arbeidsmarkten. Door gebruik te maken van de complementaire en heilzame

- 1 De soepele aanpassing aan schokken in het eurogebied wordt ook bevorderd door financiële integratie (zie hoofdstuk 6).
- 2 Zie N. Leiner-Killinger, V. López Pérez, R. Stiegert en F. Vitale, "Structural Reforms in EMU and the Role of Monetary Policy", ECB Occasional Paper nr 66, juli 2007.
- 3 Zie bijvoorbeeld P. Cavelaars, "Does competition enhancement have permanent inflation effects?", *Kyklos*, Vol. 56, nr 1, 2003, pp. 69-94, en M. Przybyla en M. Roma, "Does product market competition reduce inflation? Evidence from EU countries and sectors", ECB Working Paper nr 453, maart 2005.
- 4 Zie de website van de Europese Commissie (http://ec.europa.eu/growthandjobs/index_en.htm) voor nadere informatie.

Concurrerende markten
vergroten veerkracht

Concurrentie bevordert groei
en beperkt inflatoire druk

effecten van economische hervormingen bevordert de strategie, door de arbeidsdeelname te stimuleren, de groeivoorzichten voor het eurogebied op de langere termijn en, door innovatie en technologische ontwikkelingen aan te moedigen, de groei van de arbeidsproductiviteit.

In de volgende subparagraaf wordt gekeken naar de macro-economische ontwikkelingen ten aanzien van de productie, de productiviteit en de werkgelegenheid gedurende de afgelopen twintig jaar.

DE ONTWIKKELINGEN VAN DE REËLE GROEI EN DE PRODUCTIVITEIT IN HET EUROGEBIED

De groei van het eurogebied heeft sinds 1996 gemiddeld 2,2% per jaar bedragen, vrijwel gelijk aan het gemiddelde in de periode 1980-95. Hierachter gaan echter twee totaal verschillende tendensen schuil: terwijl de werkgelegenheidsgroei het afgelopen decennium fors verbeterd is, is de gemiddelde productiviteitsstijging sinds het midden van de jaren negentig aanzienlijk vertraagd.

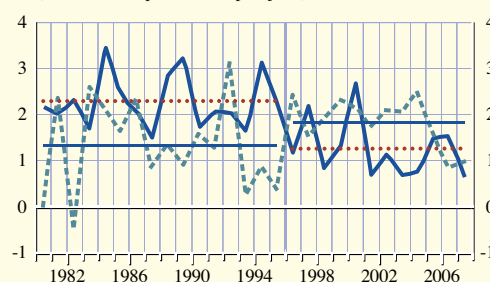
De arbeidsproductiviteitstoename is doorgaans één van de voornaamste motoren achter de productiegroei op de langere termijn. De ontwikkelingen in het eurogebied op de langere termijn worden gekenmerkt door een breuk medio jaren negentig na een lange periode van groei. Tussen 1980 en 1995 kwam de gemiddelde groei van de productie per gewerkt uur in het eurogebied uit op 2,3%, terwijl de productie met 2,2% toenam. Sinds medio jaren negentig is de productiviteitsgroei onmiskenbaar vertraagd. Tussen 1996 en 2007 is de gemiddelde productiviteitstoename in het eurogebied, gemeten als de productie per gewerkt uur, afgezwakt tot net boven 1,3% (zie Grafiek 1), terwijl de gemiddelde productiegroei ruwweg onveranderd bleef ten opzichte van de voorgaande periode. De vertraging van de productiviteitsgroei is gepaard gegaan met een duidelijke stijging van het twaalfmaands groeipercentage van het totale aantal gewerkte uren. In de periode 1980-95 is het totale aantal gewerkte uren op jaarbasis gemiddeld met 0,2% afgenomen, om vervolgens in de periode 1996-2007 met 0,9% op jaarbasis toe te nemen. In de jaren tussen 1999 en 2007 is de productiviteit per uur in het eurogebied gemiddeld 1,2% per jaar gestegen, tegen 1,9% in de periode 1990-98.

Deze ontwikkelingen in het eurogebied staan in contrast met die in de Verenigde Staten,

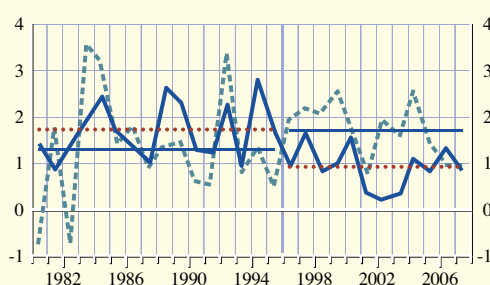
Grafiek 1 Vergelijking eurogebied – Verenigde Staten

— eurogebied - - - - VS
 gemiddelde eurogebied — gemiddelde VS

Reëel bbp per gewerkt uur¹⁾ (mutaties in procenten per jaar)



Reëel bbp per werknemer¹⁾ (mutaties in procenten per jaar)



Bron: AMECO-database van de Europese Commissie.
 Toelichting: De gegevens voor Duitsland voor de periode vóór 1991 hebben alleen betrekking op West Duitsland.
 1) Gemiddelden berekend over de perioden 1980-95 en 1996-2006.

**Krachtige
werkgelegenheidsgroei maar
zwakke productiviteitsstijging**

Bescheiden
productiviteitstoename
voor marktgerichte
dienstverlening

Hoge mate van regulering en
andere structurele starheden

Arbeidsmarkten in
eurogebied verbeterd

waar het groeipercentage van het totale aantal gewerkte uren licht daalde van een gemiddelde van 1,4% in de jaren 1980-95 tot een gemiddelde van 1,3% in de periode 1996-2007, terwijl de productiviteitsstijging fors omhoog ging, van 1,4% tot 2,1%. In het eurogebied staat tegenover de hogere toename van de werkgelegenheid en het aantal gewerkte uren dus een afname van de productiviteitsgroei, waardoor de productiegroei ruwweg onveranderd is gebleven. In de Verenigde Staten daarentegen heeft de stijging van de productiviteit de afname van het aantal gewerkte uren meer dan gecompenseerd, en zo de productiegroei versterkt.

Een analyse naar sector toont dat de productiviteitsgroei vooral is afgenomen in segmenten van de marktgerichte dienstensector waar intensiever gebruik gemaakt wordt van informatie- en communicatietechnologie (ICT), zoals de distributiesector, de financiële sector en de zakelijke dienstverlening.¹ Terwijl de productiviteit in deze sectoren in de Verenigde Staten fors toenam, liep zij in het eurogebied terug. Dit betekent dat de zwakke productiviteitsgroei in het eurogebied vermoedelijk verband houdt met het feit dat bedrijven onvoldoende gebruik lijken te hebben gemaakt van de voordelen van de nieuwe ontwikkelingen op ICT gebied. Deze technologieën hebben het grootste effect op de productiviteitsstijging doordat zij de efficiency van bestuurlijke processen, procedures en organisatiestructuren vergroten, en complementaire technologische innovaties faciliteren. Dankzij de automatisering en het Internet zijn de kosten van communicatie bijvoorbeeld gedaald en zijn flexibelere en meer gedecentraliseerde organisatiestructuren mogelijk geworden. De voordelen van de door ICT veroorzaakte versnelling van de productiviteitsgroei kunnen echter pas ten volle worden benut als organisatorische veranderingen niet belemmerd worden door obstakels zoals wettelijke beperkingen. Dienovereenkomstig hebben verschillende onderzoeken aangetoond dat er doorgaans een verband is tussen enerzijds een in hoge mate gereguleerde omgeving en anderzijds lagere investeringen en een lagere productiviteitsgroei.² Volgens deze onderzoeken vormen institutionele starheden die het vermogen van bedrijven beperken om zich soepel en snel aan te passen aan een nieuwe omgeving belangrijke determinanten van de productiviteitstoename in de economieën van het eurogebied.

ARBEIDSMARKTEN IN HET EUROGEBIED

De arbeidsbenutting, gedefinieerd als het totale aantal per jaar gewerkte uren gedeeld door de totale bevolking, is in het eurogebied in de periode 1999-2007 op jaarbasis met een gemiddeld percentage van 0,2% gestegen.⁷ Hierin doet zich de toename van de arbeidsparticipatie en de werkgelegenheid gevoelen. In 1999 kwam de arbeidsdeelname uit op 67,2%, in 2007 op bijna 71%. Het allerbelangrijkste is dat het aantal werkenden in het eurogebied sinds de invoering van de EMU in 1999 met meer dan 15 miljoen is toegenomen, na in de periode 1990-98 met slechts rond 5 miljoen te zijn gegroeid. Tussen 1999 en 2007 is de totale werkgelegenheidsgraad opgelopen van 60,3% tot 65,5%. De stijging van de werkgelegenheidsgraad is vooral zichtbaar in de toegenomen werkgelegenheidsgraad van vrouwen en oudere werknemers, en de toename van de werkgelegenheidsgraad van mensen met tijdelijke en parttime banen (zie Tabel 1). Deze ontwikkelingen weerspiegelen de invloed van eerdere economische hervormingen, immigratie

5 Zie het artikel getiteld "Productivity developments and monetary policy" in het Maandbericht van januari 2008, dat een uitvoerige analyse bevat van de productiviteitsontwikkelingen in het eurogebied.

6 Zie, bijvoorbeeld, A. Alesina, S. Ardagna, G. Nicoletti en F. Schiantarelli (2005) "Regulation and investment", Journal of the European Economic Association, Vol. 3, bld. 791-825; het is de bevinding van de auteurs dat de vermogensopbouw in de transport-, communicatie- en nutsbedrijvensectoren vooral op de langere termijn in aanzienlijke mate positief beïnvloed is door wettelijke hervormingen. In G. Nicolletti en S. Scarpetta (2003), "Regulation, productivity and growth", Economic Policy, april, is de bevinding van de auteurs dat de totale factor productiviteitsgroei op sector-niveau is afgenomen als gevolg van diverse anti-mededingingsregelingen met betrekking tot de productmarkten.

7 Een overzicht van de structurele ontwikkelingen in de arbeidsmarkten van het eurogebied gedurende de afgelopen tien jaar is te vinden in het artikel getiteld "Developments in the structural features of the euro area labour markets over the last decade" in het Maandbericht van januari 2007.

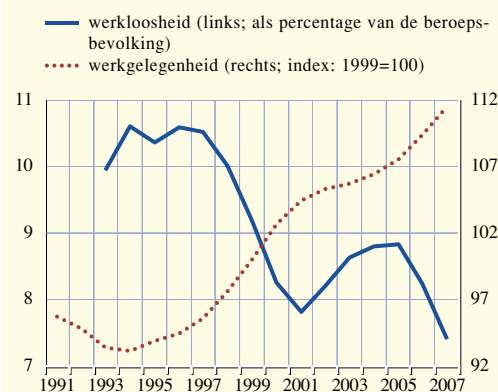
en loonmatiging. Niettemin blijft de totale werkgelegenheidsgraad in het eurogebied laag vergeleken met 73,3% in de Verenigde Staten (2007) en nog ver verwijderd van de in de Lissabon-strategie verankerde doelstelling van 70% in 2010.

Tegelijk is de werkloosheid onder personen in de leeftijdscategorie 15-64 afgenomen, van 9,1% in 1999 tot 7,5% in 2007, het laagste niveau in 25 jaar (zie Grafiek 2). De daling deed zich vooral voor bij jongeren (van 23,9% tot 16,6%), vrouwen (van 12,7% tot 9,4%) en laagopgeleiden (van 13,3% tot 9,9%).⁸

Dit zijn bemoedigende ontwikkelingen die aantonen dat eerdere hervormingen van de arbeidsmarkt, immigratie en loonmatiging ertoe hebben bijgedragen om enkele van de groeibeperkingen die het gevolg zijn van rigide en al te zeer gereguleerde arbeidsmarkten weg te nemen. Ook wordt bevestigd dat een op prijsstabiliteit gericht monetair beleid geheel verenigbaar is met het creëren van banen en een lage werkloosheid. Ondanks deze vooruitgang hebben de meeste eurolanden de mogelijkheden tot een verdere toename van de arbeidsparticipatie en de werkgelegenheid echter nog lang niet ten volle benut. Structurele belemmeringen die het gevolg zijn van rigide juridische en wettelijke kaders, hoge belastingen op arbeid en verstoringen die voortvloeien uit regelingen zoals minimumlonen weerhouden veel mensen ervan, of ontmoedigen ze, om actief aan de arbeidsmarkt deel te nemen, waardoor de arbeidsparticipatie laag blijft en de werkloosheid hoog.

8 Bron: Eurostat (Labour Force Survey).

Grafiek 2 Werkgelegenheid en werkloosheid in het eurogebied, 1991-2007



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Ondanks deze belangrijke verbeteringen ...

Tabel 1 Belangrijkste arbeidsmarktstatistieken

	Gemiddelde 1998-2007	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Werkgelegenheidsgroei	1,70	-	2,2	2,2	1,6	0,9	1,0	0,6	2,5	2,0	2,7
Totaal aantal gewerkte uren ¹⁾	0,90	-	0,0	1,9	2,5	1,2	-0,9	0,0	0,6	1,1	1,3
Werkgelegenheidsgraad (15-64)	62,50	59,1	60,3	61,4	62,0	62,4	62,7	62,8	63,9	64,8	65,5
Vrouwen	53,40	48,6	50,1	51,5	52,2	52,9	53,8	54,3	55,8	56,8	57,8
Mannen	71,60	69,6	70,5	71,4	71,9	71,8	71,6	71,3	71,9	72,7	73,2
15-24	36,49	34,1	35,6	37,0	37,2	37,1	36,8	36,2	36,6	37,0	37,3
25-54	76,30	73,2	74,4	75,5	76,0	76,2	76,4	76,6	77,4	78,4	79,1
55-64	37,30	33,3	33,6	34,0	34,7	36,1	37,5	38,3	40,5	41,8	43,4
Werkloosheidsgraad (>15) ²⁾	8,60	10,0	9,1	8,20	7,8	8,2	8,7	8,8	8,9	8,3	7,5
Arbeidsdeelname (15-64)	68,70	66,6	67,2	67,6	67,5	68,1	68,8	69,2	70,1	70,6	70,8
Percentage werkenden met een tijdelijke baan (15-64)	15,44	14,3	14,9	15,4	15,1	14,8	14,8	15,3	16,2	16,8	16,8
Percentage werkenden met een deeltijdbaan (15-64)	17,10	15,4	15,9	16,2	16,0	16,1	16,5	17,5	18,7	19,3	19,3

Bronnen: Eurostat (Labour Force Survey) en berekeningen van de ECB.

1) De gegevens betreffen de twaalf eurolanden

2) Gemiddelden van maandgegevens.

Tabel 2 Ontwikkeling van de belastingwigen en de werkloosheidsval in het eurogebied, 2001-2006

(procentpunten)	Niveau 2006	Mutatie 2001-2006
Belastingwigen ¹⁾		
Eénverdiener	38,2	-0,6
Eénverdiener, echtpaar	32,1	-0,3
Tweeverdieners	33,4	-0,7
Werkloosheidsval ²⁾	78,3	2,6
Loonval ³⁾	48,3	4,7

Bronnen: OECD (2007), "Taxing wages 2006-2007", Structural indicators database 2008 van Eurostat, ongewogen gemiddelden. De gegevens zijn alleen beschikbaar voor 2001-06.

- 1) De belastingwigen geeft de verhouding weer tussen de inkomstenbelasting en de door werknemers en werkgevers betaalde sociale-verzekeringpremies, verminderd met geldelijke voordelen, en de arbeidskosten. De cijfers betreffen een éénverdiener zonder kinderen met 67% van het loon van een gemiddelde werknemer, een echtpaar met twee kinderen van 4 en van 6 met één inkomen, namelijk 100% van het loon van een gemiddelde werknemer, en een echtpaar met twee kinderen en twee inkomens, waarvan de ene partner 100% ontvangt van het loon van een gemiddelde werknemer en de andere 33%.
- 2) De 'werkloosheidsval' wordt gedefinieerd als het percentage van het bruto loon dat opgaat aan hogere belastingen en sociale-verzekeringpremies en het vervallen van voordelen doordat de werkloze een baan aanvaardt. De val wordt hier gemeten voor een alleenstaande zonder kinderen met 67% van het gemiddelde loon van een productiewerker in de verwerkende industrie met een volledige baan.
- 3) De 'loonval' wordt gedefinieerd als het percentage van het bruto loon dat wegbelast wordt door hogere belastingen en gekorte subsidies wanneer een werkende een hoger betaalde baan aanvaardt. De loonval wordt hier berekend voor een alleenstaande zonder kinderen, die van 33% naar 67% van het gemiddelde loon van een productiewerker gaat.

... wordt volledige werkgelegenheid nog belemmerd

Empirisch onderzoek wijst uit dat wetgeving ter bescherming van de werkgelegenheid en belastingwigen belangrijke obstakels vormen in de prestaties met betrekking tot de werkgelegenheid.⁹ Gedurende de afgelopen tien jaar hebben de eurolanden, gemiddeld genomen, voortgang geboekt met de verbetering van prikkels om te werken, door de belemmeringen om door te werken te verminderen, en de financiële prikkels om vroeg uit te treden te beperken. Voor de periode 2001-06 zijn de belastingwigen, dat wil zeggen het bedrag aan betaalde inkomstenbelasting vermeerderd met de door werknemers en werkgevers betaalde sociale-verzekeringpremies, voor verschillende groepen afgenomen (zie Tabel 2). Gemiddeld genomen zijn de eurolanden er daarentegen relatief minder goed in geslaagd om de prikkels om werklozen weer aan het werk te krijgen, te vergroten.

Lagere belastingen op arbeid goed voor werkgelegenheid

Vermeld zij dat de netto vervangingspercentages¹⁰ tussen 2001 en 2005 zijn gestegen. Ook de indicator van de zogeheten werkloosheidsval, waardoor werklozen die een baan aanvaardden er door hogere belastingen en het verlies van uitkeringen niet of nauwelijks op vooruit gaan, is fors gestegen, tot een niveau van 78,3% van het bruto inkomen in 2006 (zie Tabel 2 voor nadere informatie). De prikkels om te werken zouden ook vergroot worden door verdere hervormingen van de inkomstenbelasting- en uitkeringensystemen. Door de prikkels om niet te werken, zoals hoge marginale belastingtarieven en hoge werkloosheidsuitkeringen, te verminderen en mensen aan te moedigen om door te werken kunnen het arbeidsaanbod en de arbeidsparticipatie van alle categorieën werkenden gestimuleerd worden, vooral van hen die een doorgaans minder sterke band met de arbeidsmarkt hebben, zoals vrouwen, jongeren en ouderen.

Maar nog onvoldoende vooruitgang

Kortom, hoewel er de afgelopen tien jaar enige vooruitgang is geboekt lijken veel eurolanden nog een lange weg te gaan te hebben voordat de hervormingen zijn doorgevoerd waardoor de arbeidsdeelname zich zal kunnen meten met die van de best presterende landen. Het eurogebied heeft het groeipotentieel als gevolg van een intensievere benutting van de arbeid in het produc-

⁹ Zie ook het artikel getiteld "Developments in the structural features of the euro area labour markets over the last decade" in het Maandbericht van januari 2007.

¹⁰ De netto vervangingspercentages geven de verhouding aan tussen het bedrag aan uitkeringen – dat wil zeggen werkloosheidsuitkeringen, bijstand, kinderbijslag en huurtoeslagen – na belastingen, en het netto loon dat de werkende of het huishouden ontving voordat de werkloosheid intrad.

tieproces nog lang niet uitgeput. In veel landen wordt de arbeidsmarkt nog altijd gekenmerkt door de insider-outsider problematiek, waardoor structurele belemmeringen – die voortvloeien uit wet- en regelgeving, hoge belastingen op arbeid en starre loonregels – belemmeringen opwerpen voor bepaalde groepen om actief deel te nemen aan het arbeidsproces.

Een hoge mate van flexibiliteit van de arbeidsmarkt zou de nationale arbeidsmarkten in staat stellen zich aan te passen aan economische schokken en een efficiëntere toewijzing van arbeid en andere middelen mogelijk maken. Door een adequate loondifferentiatie zouden de kansen op arbeid voor lager geschoolden en de werkgelegenheid in regio's of sectoren met een hoge werkloosheid verbeteren. Daarnaast is er empirisch bewijs voor een aanzienlijk potentieel voor kruisbestuiving tussen arbeids- en productmarkten: door deregulering van de arbeidsmarkten zou de werkgelegenheid meer groeien, vooral als het concurrentievermogen van de productmarkten toeneemt, en omgekeerd.¹¹ Dit betekent dat efficiënte en goed functionerende productmarkten een tweede voorwaarde zijn voor een hoger groeipotentieel in het eurogebied.

CONCURRENTIE EN INNOVATIE IN DE PRODUCTMARKTEN

De afgelopen twee decennia is de concurrentie in de Europese Unie verder versterkt en heeft de economische integratie zich verder voortgezet. De economie van de EU heeft vooral baat bij de gemeenschappelijke markt. Volgens een raming van de Europese Commissie heeft de gemeenschappelijke markt 2,75 miljoen banen opgeleverd en een stijging van de welvaart van rond EUR 500 per hoofd van de bevolking in 2006, hetgeen overeenkomt met een toename van 2,15% van het bbp van de EU in de periode 1992-2006.¹²

De toenemende concurrentie op de productmarkten – op zowel EU- als nationaal niveau – levert efficiëntere productiestructuren op. In de empirische literatuur wordt algemeen gesteld dat concurrerende markten een belangrijke verklaring vormen voor de ontwikkeling van zowel de arbeidsproductiviteit als de relatieve prijzen. Deregulering en liberalisering dragen bij tot hogere niveaus en hogere groeipercentages voor de arbeidsproductiviteit.¹³ In de telecommunicatiesector zijn bijvoorbeeld duidelijk de voordelen te zien van het blootstellen van netwerkindustriën aan concurrentie. In deze sector is de arbeidsproductiviteit per uur in de periodes 1980-95 en 1995-2005 aanzienlijk gestegen, van 4,5% tot 7,3%, terwijl de prijzen die door bedrijven met een monopolie op nationale en internationale gesprekken voor telefonie in Europa in rekening gebracht worden tussen 2000 en 2006 gemiddeld meer dan 40% zijn gedaald. Hierdoor is de koopkracht van consumenten vergroot, zodat zij nu een groter deel van hun inkomen kunnen uitgeven aan andere goederen en diensten.

Maar er is nog veel werk aan de winkel, vooral in verschillende segmenten van de marktgerichte dienstensector, die rond 70% van de totale nominale toegevoegde waarde en de totale werkgelegenheid in het eurogebied voor zijn rekening neemt.¹⁴ In het streven naar effectieve concurrentie op de energiemarkt en de implementatie van de Dienstenrichtlijn¹⁵ blijft het hoofddoel verbre-

Loonflexibiliteit en verstandige
marktconcurrentie goed voor
banencreatie

Toenemende economische
integratie

Toenemende concurrentie,
deregulering en liberalisering

Grotere concurrentie in
dienstensector cruciaal

11 Zie bijvoorbeeld H. Berger en S. Danninger (2007), "The employment effects of labor and product market deregulation and their implications for structural reform", International Monetary Fund Staff Paper Vol. 54, nr 3.

12 Europese Commissie, "The single market: review of achievements", November 2007.

13 Zie P. Conway, D. De Rosa, G. Nicoletti en F. Steiner (2006), "Regulation, Competition and Productivity Convergence", OECD Economics Department Working Paper nr 509, en de daarin geciteerde literatuur.

14 Een uitvoerige analyse van de mate van concurrentie in de dienstensector van het eurogebied en de effecten daarvan op de arbeidsproductiviteit en de prijzen is te vinden in het artikel getiteld "Competition and economic performance of the euro area services sector" in het Maandbericht van mei 2008.

15 De Richtlijn betreffende diensten op de interne markt, die bedoeld is om de vrijheid van EU-bedrijven om zich in andere lidstaten te vestigen en het vrije verkeer van diensten te bevorderen, werd in december 2006 door het Europees Parlement en de Raad aangenomen en moet nu door de lidstaten voor eind 2009 in hun nationale wetgeving worden omgezet.

ding en verdieping van de interne markt in de EU. Gezien het groeiende economische belang van de dienstensector zijn verbeteringen van de levensstandaard in Europa waarschijnlijk in hoge mate afhankelijk van vergaande concurrentie en productiviteitsstijgingen in deze sector.

Om het productiviteitspotentieel volledig te kunnen benutten moeten de hervormingen van de productmarkten vergezeld gaan van een beleid dat innovatie en technologische ontwikkelingen ondersteunt. Dit betekent ook dat de commerciële mogelijkheden moeten worden ontsloten door de creatie van een ondernemersvriendelijke economische omgeving, door maatregelen ter ondersteuning van innovatie door hogere investeringen in onderzoek en ontwikkeling, en door een beleid dat gericht is op het verbeteren van het menselijk kapitaal.

Een ondernemersvriendelijke economische omgeving zou minder maar efficiëntere regels inhouden, waardoor met name kleine en middelgrote bedrijven beter in staat zouden zijn zich binnen- en buitenslands te ontwikkelen, alsmede positieve acties om deze bedrijven gemakkelijker toegang te bieden tot de financiering die zij behoeven. Op dit punt loopt Europa achter. In Europa is de financiering met risicodragend kapitaal, in verhouding tot de omvang van de economie, slechts een fractie van die in de Verenigde Staten. Verder moet meer geïnvesteerd worden in onderzoek en ontwikkeling. In 2005 bedroegen deze investeringen 1,9% van het bbp van het eurogebied, vergeleken met 2,7% in de Verenigde Staten.

Naast structurele hervormingen is een op stabiliteit georiënteerd begrotingsbeleid een voorwaarde voor het goede functioneren van de EMU. In de volgende paragraaf wordt het begrotingsbeleid besproken.

4.2 HET BEGROTINGSBELEID

In deze paragraaf ligt de nadruk op gezonde overheidsfinanciën. Ook wordt een overzicht gegeven van de begrotingsontwikkelingen vóór en gedurende de derde fase van de EMU, de tenuitvoerlegging van het Stabiliteits- en Groeipact, en de uitdagingen voor het begrotingsbeleid op de (middel)lange termijn (zie hoofdstuk 2 voor meer informatie over het institutionele kader voor het begrotingsbeleid in de EMU).

Het begrotingsbeleid kan de economische groei en de inflatoire druk aanzienlijk beïnvloeden via het niveau en de samenstelling van overheidsontvangsten en -uitgaven, alsmede via het begrotingstekort en de overheidsschuld.¹⁶ Hoge tekorten kunnen druk uitoefenen op de vraag en de inflatie, waardoor de monetaire autoriteit mogelijk gedwongen wordt de korte rente op een hoger niveau te houden dan anders noodzakelijk zou zijn geweest. Het begrotingsbeleid kan het vertrouwen in een op stabiliteit gericht monetair beleid echter ook ondermijnen als de particuliere sector gaat geloven dat de centrale bank uiteindelijk zal voorzien in de buitensporige financieringsbehoefte van de overheid. Een gezond en houdbaar begrotingsbeleid is derhalve een voorwaarde voor duurzame economische groei en het soepele functioneren van de muntunie, waarbij onevenwichtigheden tussen landen vermeden worden (zie paragraaf 4.3).

Op EU-niveau is een aantal institutionele regels ingevoerd om er voor te zorgen dat de euro-landen een geëigend nationaal begrotingsbeleid op de middellange termijn voeren en houdbare overheidsfinanciën handhaven. Lidstaten die op de euro overgaan worden door het Verdrag

¹⁶ Zie het artikel getiteld "Fiscal policy influences on macroeconomic stability and prices" in het Maandbericht van april 2004.

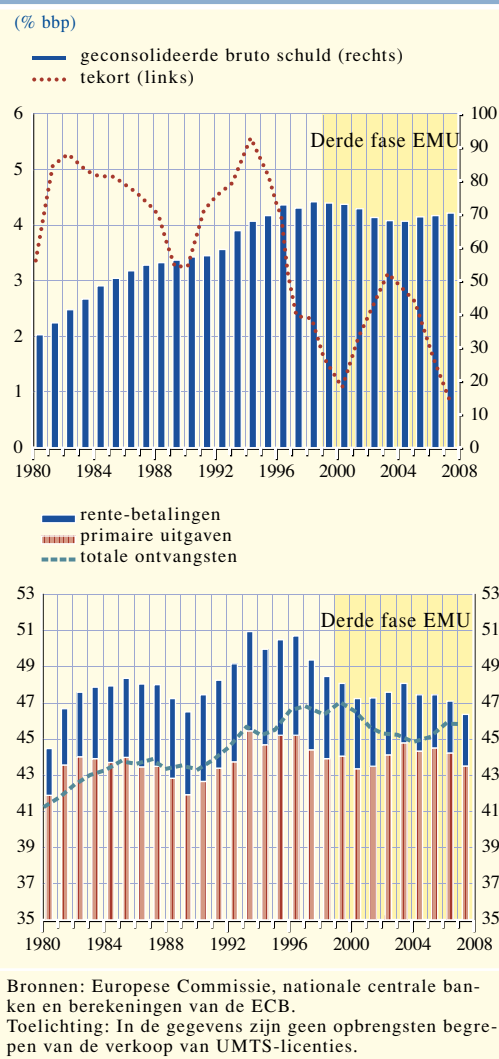
betreffende de Europese Unie bovenal verplicht buitensporige tekorten te vermijden. Tekorten worden beoordeeld aan de hand van referentiewaarden van 3% bbp voor het overheidstekort en 50% bbp voor de schuldquote. Daarnaast verplicht het in 1997 opgestelde en in 2005 herziene Stabiliteits- en Groeipact de EU-lidstaten om de juiste begrotingsposities na te streven, dat wil zeggen begrotingsposities die op de middellange termijn “nabij evenwicht of in overschot” zijn. Landen met dergelijke posities zouden de ruimte moeten krijgen de “automatische begrotingsstabilisatoren” hun werk te laten doen om, zolang tekort het plafond van 3% niet overschrijdt, de invloed van de conjunctuurcyclus te verzachten en het soepele functioneren van de EMU te bevorderen.¹⁷

BEGROTINGSONTWIKKELINGEN IN HET EUROGEBIED VÓÓR EN TIJDENS DE DERDE FASE VAN DE EMU

In de decennia voorafgaand aan de EMU werd het begrotingsbeleid van veel Europese landen gekenmerkt door een onhoudbaar groeitempo van de uitgaven, een stijgende lastendruk en de gestage toename van de overheidsschuld. In de jaren tachtig en beginjaren negentig lag de tekortquote van de overheid in het eurogebied gemiddeld op 4-5% bbp terwijl de schuldquote opliep van minder dan 40% tot rond 70% (zie Grafiek 3 en Tabel 3). Sindsdien is de geaggregeerde begrotingspositie van de eurolanden aanzienlijk verbeterd. De financieringsbehoefte is met name in de aanloop tot de derde fase van de EMU fors gedaald terwijl de tekortquote (gesaldeerd met de opbrengsten van de verkoop van UMTS-licenties) in 2000 een laagterecord van 1% bbp bereikte. Daarna is de overheidstekortquote van het eurogebied weer gestegen, tot 3,1% bbp in 2003, om vervolgens opnieuw te dalen tot 0,6% bbp in 2007, het laagste niveau sinds de beginjaren zeventig.

De lagere overheidstekortquoten in het eurogebied van de afgelopen jaren kunnen grotendeels worden toegeschreven aan de forse daling van de rente en dus van de rentebetalingen, die geslonken zijn van rond 5,5% bbp in de beginjaren negentig tot iets onder 3% bbp sinds 2005. De relatieve bijdragen aan de begrotingsconsolidatie van de overheidsontvangsten en de primaire uitgaven zijn niet eenvoudig te bepalen door de ontvankelijkheid van deze variabelen voor conjuncturele ontwikkelingen. Wat de langere-termijntendensen betreft, is de verhouding van

Grafiek 3 Begrotingsontwikkelingen in het eurogebied, 1980-2007



Begrotingsposities verbeterd ...

... vooral dankzij lagere rentebetalingen

17 Zie het artikel getiteld “EMU and the conduct of fiscal policies” in het Maandbericht van januari 2004.

Tabel 3 Begrotingsaldi in de eurolanden, 1990-2007

(% bbp)	1990-1998	1999-2007	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
België	-5,0	-0,2	-0,5	0,1	0,4	0,0	0,0	0,0	-2,3	0,3	-0,2
Duitsland	-	-2,4	-1,5	-1,1	-2,8	-3,7	-4,0	-3,8	-3,4	-1,6	0,0
Ierland	-	1,6	2,7	4,7	0,9	-0,6	0,4	1,4	1,6	3,0	0,3
Griekenland	-	-4,5	-3,4	-3,7	-4,9	-4,7	-5,6	-7,4	-5,1	-2,6	-2,8
Spanje	-	0,1	-1,4	-1,1	-0,6	-0,5	-0,2	-0,3	1,0	1,8	2,2
Frankrijk	-	-2,6	-1,8	-1,5	-1,6	-3,2	-4,1	-3,6	-2,9	-2,4	-2,7
Italië	-	-2,9	-1,7	-2,0	-3,1	-2,9	-3,5	-3,5	-4,2	-3,4	-1,9
Cyprus	-	-2,7	-4,3	-2,3	-2,2	-4,4	-6,5	-4,4	-2,4	-1,2	3,3
Luxemburg	-	2,3	3,4	6,0	6,1	2,1	0,5	-1,2	-0,1	1,3	2,9
Malta	-	-5,3	-7,7	-6,2	-6,4	-5,5	-9,8	-4,6	-3,2	-2,5	-1,8
Nederland	-3,0	-0,5	0,4	1,3	-0,2	-2,0	-3,1	-1,7	-0,3	0,5	0,4
Oostenrijk	-	-1,5	-2,2	-2,1	0,0	-0,6	-1,4	-3,7	-1,5	-1,5	-0,5
Portugal	-	-3,6	-2,8	-3,2	-4,3	-2,9	-2,9	-3,4	-6,1	-3,9	-2,6
Slovenië	-	-2,4	-3,1	-3,8	-4,5	-2,5	-2,7	-2,3	-1,5	-1,2	-0,1
Finland	-	3,9	1,6	6,9	5,0	4,1	2,6	2,4	2,9	4,1	5,3
Eurogebied	-	-1,9	-1,4	-1,0	-1,9	-2,5	-3,1	-2,9	-2,5	-1,3	-0,6

Bronnen: Europese Commissie, nationale centrale banken en berekeningen van de ECB.
Toelichting: De cijfers voor de perioden 1990-98 en 1999-2007 zijn twaalfmaands gemiddelden. De cijfers voor Duitsland voor 1990 hebben betrekking op West Duitsland. In de gegevens zijn geen opbrengsten begrepen van de verkoop van UMTS-licenties.

de primaire overheidsuitgaven tot het bbp in het eurogebied sinds medio jaren tachtig overwegend constant gebleven, terwijl de verhouding van de ontvangsten tot het bbp voorafgaand aan de derde fase van de EMU een structurele stijging heeft ondergaan. Sinds 1999 hebben zowel de ontvangstenquote als de primaire uitgavenquote gefluctueerd rond hoge maar grotendeels constante niveaus, wat betekent dat de tendens van immer stijgende overheidsuitgaven- en ontvangstenquoten van de voorgaande decennia tot stilstand is gekomen.

De verbetering van de geaggregeerde begrotingspositie van het eurogebied gedurende de afgelopen twintig jaar weerspiegelt een belangrijke mate van convergentie naar houdbare overheidsfinanciën in de deelnemende landen. Vooral de zeer hoge begrotingstekorten van enkele landen in de jaren tachtig en beginjaren negentig zijn grotendeels weggewerkt. Dankzij de veel lagere rentetarieven die thans op de uitstaande overheidsschuld worden betaald is de rentelast vooral in landen met hoge schulden fors gedaald. Dit is het voordeel van het uitschakelen van het wisselkoersrisico en de overgang naar een meer op stabiliteit gericht macro-economisch beleid in de EMU.¹⁸ Het betekent echter ook dat de maatstaven van de primaire tekorten minder verbeterd zijn. Bovendien heeft zich slechts een beperkte verbetering voorgedaan van de schuldquoten, en is het feit dat sommige eurolanden in 2007 nog altijd schuldquoten hadden die ver boven de referentiewaarde van 60% bbp lagen (zie Tabel 4) een reden tot zorg.

IMPLEMENTATIE VAN HET STABILITEITS- EN GROEIPACT

Het EMU-kader voor begrotingstoezicht heeft sinds 1999 voor veel uitdagingen gestaan met betrekking tot de begrotingsontwikkelingen in de eurolanden. Hoewel enkele landen erin geslaagd zijn de door het preventieve deel van het Stabiliteits- en Groeipact (dat wil zeggen de procedures die bedoeld zijn om het ontstaan van buitensporige tekorten te voorkomen) voorgescreven begrotingsposities van “nabij evenwicht of in overschot” te bereiken en/of te handha-

¹⁸ Zie het artikel getiteld “Fiscal policies and financial markets” in het Maandbericht van februari 2006.

Verdere dalingen van sommige schuldquoten vereist

Uitdagingen voor EMU-begrotingsregels

Tabel 4 Begrotingsposities in de eurolanden, 1990-2007

(% bbp)

	Schuld				Primaire uitgaven				Rente-betalingen			
	1990-1998	1999-2007	1998	2007	1990-1998	1999-2007	1998	2007	1990-1998	1999-2007	1998	2007
België	127,0	98,8	117,1	84,6	42,9	44,4	43,0	44,9	9,6	5,4	7,4	3,9
Duitsland	nb	63,3	60,3	65,0	nb	44,1	44,7	41,1	nb	2,9	3,4	2,8
Ierland	nb	32,4	54,0	25,5	nb	32,4	31,1	35,4	5,8	1,4	3,3	0,9
Griekenland	nb	100,5	105,8	94,5	nb	39,6	41,0	39,4	nb	5,5	8,5	3,9
Spanje	nb	49,3	64,1	36,2	nb	36,4	36,9	37,2	4,5	2,4	4,2	1,6
Frankrijk	48,7	61,5	59,4	64,2	49,8	49,8	49,4	50,0	3,2	2,8	3,3	2,6
Italië	nb	106,9	114,9	104,0	nb	42,7	41,3	43,8	nb	5,4	7,9	4,7
Cyprus	nb	64,0	58,4	59,8	nb	37,9	33,7	40,0	3,1	3,3	3,1	3,1
Luxemburg	nb	6,4	7,4	6,8	nb	39,6	40,6	37,3	nb	0,2	0,4	0,2
Malta	nb	63,8	53,4	62,6	nb	40,4	39,8	39,3	2,6	3,5	3,2	3,3
Nederland	74,6	51,8	65,7	45,4	46,7	43,0	42,0	43,8	5,6	2,8	4,7	2,2
Oostenrijk	nb	64,1	64,3	59,1	nb	47,7	50,0	45,6	nb	3,0	3,5	2,6
Portugal	56,5	57,5	52,1	63,6	nb	42,4	39,5	42,9	nb	2,8	3,3	2,9
Slovenië	nb	26,8	23,1	24,1	nb	44,6	44,1	41,9	2,3	1,9	2,3	1,4
Finland	nb	41,9	48,2	35,4	nb	47,2	49,0	46,1	nb	2,0	3,5	1,4
Eurogebied	nb	69,0	72,8	66,4	nb	44,0	44,0	43,3	nb	3,4	4,6	3,0

Bronnen: Europese Commissie, nationale centrale banken en berekeningen van de ECB.

Toelichting: In de gegevens zijn geen opbrengsten begrepen van de verkoop van UMTS-licenties. De cijfers voor Duitsland voor 1990 hebben betrekking op West Duitsland.

ven, is dat andere landen niet gelukt. Een aantal landen is er bij herhaling niet in geslaagd de in de jaarlijkse stabiliteitsprogramma's opgenomen budgettaire doelstellingen op de middellange termijn te behalen. Dit is te wijten aan al te optimistische macro-economische en budgettaire aannames, een gebrek aan consolidatie-inspanningen en uitgavenoverschrijdingen die deels getuigen van een gebrek aan politieke wil om zich aan toezeggingen te houden.

Gedurende de economische neergang van 2001-03 hebben de tekorten van diverse landen (Duitsland, Griekenland, Frankrijk, Italië, Nederland en Portugal) de referentiewaarde van 3% bbp dientengevolge bereikt of overschreden (zie Tabel 3). In dit kader liepen de meningen uiteen over de juiste toepassing van het "corrigerende deel" van het Pact (dat wil zeggen de procedures die bedoeld zijn om een snelle correctie van buitensporige tekorten te bewerkstelligen). In november 2003 is dit uitgemond in een besluit van de Ecofin-Raad om de buitensporige-tekortprocedures tegen Duitsland en Frankrijk op te schorten. De daaropvolgende discussies leidden tot een herziening van het Pact die in het voorjaar van 2005 zijn beslag kreeg (zie hoofdstuk 2).

Sinds 2005 wordt de tenuitvoerlegging van het herziene Stabiliteits- en Groeipact vergemakkelijkt door een verbetering van de conjunctuur en vooral een uitbundige toename van de overheidsontvangsten. De begrotingstekorten zijn daardoor in alle eurolanden teruggebracht tot (onder) 3% bbp. Er zijn echter aanzienlijke verschillen in de mate waarin de "goede tijden" benut zijn om de begrotingsconsolidatie te bespoedigen. Terwijl hogere belastingontvangsten Duitsland in staat stelden in 2007 begrotingsevenwicht te bereiken, werden meevallers aan de ontvangstenkant in bijvoorbeeld Frankrijk en Italië grotendeels gebruikt om de uitgaven te verhogen of de belastingen te verlagen. De tekorten van deze landen blijven derhalve betrekkelijk dicht bij 3% bbp, en laten weinig of geen ruimte voor aanpassingen ingeval van een neergang. Al met al kan de implementatie van het Pact, ook sinds diens aanpassing, slechts beschouwd worden als een gemengd succes: de proef op de som moet nog komen.

Algehele implementatie
behoeft verbetering

BEGROTINGSUITDAGINGEN OP DE (MIDDEL)LANGE TERMIJN

Het onvermogen van veel eurolanden om sneller gezonde begrotingsposities te bereiken of te behouden en om de overheidsschuldquoten te verlagen is vooral een reden tot zorg vanwege de toekomstige begrotingsuitdagingen die voortvloeien uit de vergrijzing. Volgens de jongste ramingen van de Europese Commissie en het Economic Policy Committee van de EU, zullen de overheidsuitgaven aan pensioenen, gezondheid en langdurige zorg in het eurogebied als geheel tussen 2004 en 2050 met 4,7% bbp toenemen, en in sommige eurolanden nog veel meer.¹⁹ Naar verwachting zal slechts een relatief klein deel van deze extra uitgaven gecompenseerd worden door lagere uitgaven aan werkloosheidsuitkeringen en onderwijs. Recentere ramingen van de OECD geven aan dat de leeftijdsgebonden druk op de begroting nog hoger kan uitvallen dan eerder werd aangenomen, vooral op het gebied van de gezondheid en de langdurige zorg (zie Tabel 5).²⁰ In de meeste landen is begrotingsconsolidatie alleen duidelijk onvoldoende om dergelijke uitdagingen het hoofd te kunnen bieden, en zijn ook verdere systeem- en/of parametrische hervormingen van met name pensioenstelsels vereist.²¹

Daarnaast blijft verbetering van de kwaliteit van de overheidsfinanciën om de economische groei te bevorderen één van de voornaamste uitdagingen voor de landen van het eurogebied. Hervormingen van belastingsstelsels en de sociale zekerheid kunnen een bijdrage leveren aan grotere werkgelegenheid en een hogere productiviteitsgroei. Bovendien kan, door voorrang te geven aan (vergroting van) de doelmatigheid van de overheidsuitgaven, ruimte ontstaan voor een verlichting van de nog altijd hoge belastingdruk in veel eurolanden.²²

19 Zie de Europese Commissie (2006), "The long-term sustainability of public finances in the European Union", European Economy nr. 4.

20 Zie de OECD Economic Outlook, juni 2007.

21 Zie het artikel getiteld "Demographic change in the euro area: projections and consequences" in het Maandbericht van oktober 2006. Zie verder A. Maddaloni, A. Musso, P.C. Rother, M. Ward-Warmedinger en T. Westermann, "Macroeconomic implications of demographic developments in the euro area", ECB Occasional Paper nr 51.

22 Zie het artikel getiteld "The importance of public expenditure reform for economic growth and stability" in het Maandbericht van april 2006.

Tabel 5 Verwachte mutaties in enkele leeftijdsgebonden uitgavenquoten tussen 2004 en 2050¹

	Pensioenen (1)		Gezondheid (2)		Langdurige zorg (3)		Totaal (1+2+3)	
	EC/EPC	OESO	EC/EPC	OESO	EC/EPC	OESO	EC/EPC	OESO
België	5,1	5,1	1,4	3,3	0,9	1,9	7,4	10,3
Duitsland	1,7	2,0	1,2	3,6	1,0	1,9	3,9	7,5
Ierland	6,4	6,5	2,0	4,0	0,6	3,8	9,0	14,3
Griekenland	-	3,9	1,7	3,9	-	2,7	1,7	10,5
Spanje	7,1	7,0	2,2	4,1	0,5	2,4	9,8	13,5
Frankrijk	2,0	2,1	1,8	3,5	0,2	1,7	4,0	7,3
Italië	0,4	0,4	1,3	3,8	0,7	2,9	2,4	7,1
Cyprus	12,9	nb	1,1	nb	nb	nb	14,0	nb
Luxemburg	7,4	7,4	1,2	1,4	0,6	3,1	9,2	11,9
Malta	-0,4	nb	1,8	nb	0,2	nb	1,6	nb
Nederland	3,5	3,8	1,3	3,8	0,6	2,0	5,4	9,6
Oostenrijk	-1,2	-1,0	1,6	3,8	0,9	2,0	1,3	4,8
Portugal	9,7	9,3	0,5	4,2	0,4	2,0	10,6	15,5
Slovenië	7,3	nb	1,6	nb	1,2	nb	10,1	nb
Finland	3,1	3,3	1,4	3,6	1,8	2,4	6,3	9,3
Eurogebied²⁾	2,6	3,0	1,5	3,7	0,6	2,2	4,7	8,9

Bronnen: Economic Policy Committee, Ageing Working Group, januari 2006 en OECD (2007) Economic Outlook, Toelichting: nb = niet beschikbaar,

1) Door lagere uitgaven voor onderwijs en werkloosheid zullen de uitgaven naar verwachting licht afnemen,

2) Ongerekend Griekenland, Cyprus, Malta en Slovenië,

Een op stabiliteit georiënteerd begrotingsbeleid is een voorwaarde voor duurzame economische groei en het soepele functioneren van de muntunie, alsook voor het voorkomen van onnodige verschillen tussen de landen. In de volgende paragraaf worden enkele gestileerde feiten gepresenteerd met betrekking tot de onderlinge verschillen in de reële productiegroei en de inflatie.

4.3 VERSCHILLEN TUSSEN DE LANDEN

Achter de ook in paragraaf 4.1 beschreven algehele macro-economische ontwikkelingen in het eurogebied gaat enige diversiteit schuil tussen de landen van het eurogebied. In deze paragraaf wordt ingegaan op de diversiteit van ten eerste de reële bbp-cijfers en vervolgens de prijs- en kostenontwikkelingen in de eurolanden.²³

Zoals in iedere monetaire unie zijn sommige verschillen in de reële productiegroei en de inflatie in het eurogebied een natuurlijk verschijnsel, bijvoorbeeld wanneer zij het gevolg zijn van een inhaalslag waarbij het inkomstenniveau van een land inloopt op dat van andere, meer ontwikkelde, landen in die unie. Andere verschillen kunnen, als zij voortduren, de nodige uitdagingen bieden. Dergelijke verschillen kunnen bijvoorbeeld voortvloeien uit een ongeschikt nationaal economisch beleid, structurele starheden of slecht functionerende aanpassingsmechanismen in individuele landen, die door de nationale beleidsmakers moeten worden aangepakt. Verschillen die te wijten zijn aan een gebrek aan grensoverschrijdende handel en integratie moeten worden verholpen door volledige implementatie van de gemeenschappelijke markt. Om te voorkomen dat een land of een regio in het eurogebied – na een specifieke schok te hebben ondergaan – te maken krijgt met hetzij een langdurig stagnerende groei en hoge werkloosheid, hetzij een lange periode van oververhitting, moeten zij over doeltreffende aanpassingsmechanismen beschikken. Het gemeenschappelijke monetaire beleid van de ECB kan verschillen in groei en inflatie niet rechtstreeks aanpakken, maar wel bijdragen tot het soepele functioneren van de EMU door de prijsstabiliteit in het eurogebied als geheel te handhaven.

ONTWIKKELINGEN IN DE REËLE BBP-GROEI IN DE EUROLANDEN

De huidige verschillen in productiegroei tussen de eurolanden zijn niet groot, noch vanuit een historisch oogpunt noch in vergelijking tot andere grote muntunies.

Zoals uit Grafiek 4 valt op te maken fluctueert de spreiding van de reële bbp-groeipercentages over de groep van twaalf landen die in 2001 het eurogebied vormden, afgemeten aan de ongewogen standaarddeviatie, rond 2 procentpunten en heeft de afgelopen 35 jaar geen duidelijke opwaartse of neerwaartse tendens vertoond.

De huidige spreiding van de productiegroei-cijfers binnen het eurogebied lijkt niet wezenlijk te verschillen van die tussen de regio's of de staten van de Verenigde Staten (zie Grafiek 4).²⁴

Wat de ontwikkelingen in individuele landen betreft (zie Tabel 6), blijken de groeipercentages van sommige landen sinds de beginjaren negentig steevast boven het gemiddelde van het eurogebied te hebben gelegen. Meer in het algemeen kan worden gesteld dat de verschillen in de reële bbp-groei tussen de eurolanden vooral langdurige verschillen in de trendmatige groei weerge-

Macro-economische
verschillen normaal in
muntunie

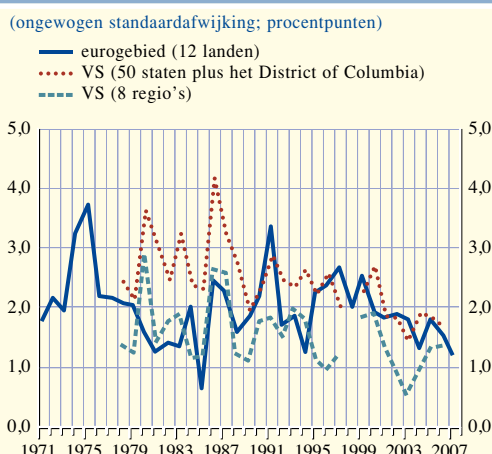
Verschillen in productiegroei
in eurogebied gematigd

Hardnekkige
groeiverschillen ...

23 Zie het artikel getiteld "Output growth differentials in the euro area: sources and implications" in het Maandbericht van april 2007.

24 Zie het artikel getiteld "Output growth differentials in the euro area: sources and implications" in het Maandbericht van april 2007.

Grafiek 4 De spreiding van de bbp-groei over de eurolanden en de regio's en staten van de Verenigde Staten



Bronnen: Europese Commissie en het US Bureau of Economic Analysis. Toelichting: In de twee reeksen voor de VS doet zich een breuk voor in de periode 1997-1999 (wegens het ontbreken van gegevens voor 1998).

Tabel 6 Bbp-groei in de eurolanden

(gemiddelde mutaties in procenten per jaar)

	1980-1988	1990-1998	1999-2007
Eurogebied	2,3	2,0	2,2
België	2,2	3,4	2,3
Duitsland	2,0	2,3	1,5
Ierland	3,1	6,7	6,4
Griekenland	2,7	2,5	3,8
Spanje	0,8	1,7	4,1
Frankrijk	2,5	1,7	2,1
Italië	2,6	1,4	1,4
Cyprus	-	4,5	3,7
Luxemburg	4,6	4,4	5,2
Malta	-	4,8	2,4
Nederland	1,7	3,0	2,3
Oostenrijk	2,0	2,5	2,3
Portugal	3,4	2,8	1,7
Slovenië	-	1,4	4,4
Finland	3,6	1,3	3,4

Bronnen: Eurostat en de Europese Commissie. Toelichting: De gegevens voor 2007 zijn ramingen van de Europese Commissie (herfstprognoses 2007).

ven en in mindere mate conjuncturele verschillen. Daar staat tegenover dat de mate waarin de conjunctuurcycli in de eurolanden synchroon lopen sinds het begin van de jaren negentig lijkt te zijn toegenomen.

... deels te wijten aan inhaalslagen en starre aanpassingsmechanismen ...

De voortdurende verschillen in productiegroei binnen het eurogebied houden mogelijk verband met bijvoorbeeld het structuurbeleid (met inbegrip van institutionele kenmerken), verschillen in de ontwikkeling van aanbodsfactoren en convergentieprocessen, maar ook de combinatie van landspecifieke schokken en het functioneren van aanpassingsmechanismen.

... maar ook aan begrotings- en structuurbeleid

De verschillen in productiegroei weerspiegelen mogelijk deels een langdurige inhaalslag van de lagere-inkomenslanden. Van de groep lage-inkomenslanden van het eurogebied in de jaren tachtig, hebben Ierland, Griekenland en Spanje vervolgens aanzienlijke vorderingen gemaakt, terwijl het Portugese bbp per hoofd van de bevolking in verhouding tot dat in het eurogebied sinds de invoering van de euro is gedaald. Ierland bereikte het gemiddelde van het eurogebied reeds tegen het eind van de jaren negentig, en is de afgelopen jaren daar zelfs ver boven uitgestegen.

Hardnekkige verschillen in de productiegroei kunnen tot op zekere hoogte de langetermijneffecten van economische schokken en het structuurbeleid weerspiegelen. Er zijn weinig tekenen dat de persistente verschillen in de reële bbp-groei verband houden met één van de grote gemeenschappelijke schokken van de afgelopen jaren. Integendeel, de beschikbare empirische literatuur wijst uit dat landspecifieke schokken en wijzigingen in bijvoorbeeld het begrotingsbeleid en structurele hervormingen de afgelopen jaren een grotere rol hebben gespeeld bij het genereren van verschillen in de productiegroei dan gemeenschappelijke schokken, en dat de effecten van deze factoren zeer hardnekkig kunnen zijn.²⁵

25 Recente analyses van dit probleem zijn te vinden in D. Giannone en L. Reichlin, "Trends and cycles in the euro area: how much heterogeneity and should we worry about it?", ECB Working Paper nr 595, 2006 en in A. Buisán en F. Restoy, "Cross-country macroeconomic heterogeneity in EMU", Banco de España Occasional Paper nr 0504, 2005.

De verschillen in productiegroei die het gevolg zijn van landspecifieke schokken kunnen verder versterkt worden door het trage functioneren van aanpassingsmechanismen. In een monetaire unie zoals het eurogebied, met een gemeenschappelijke munt en een gemeenschappelijk monetair beleid, is het belangrijkste aanpassingsmechanisme – bij gebrek aan een hoge mate van arbeidsmobiliteit en begrotingsoverdrachten tussen landen – het kanaal van de grensoverschrijdende handel of het concurrentievermogen.²⁶ Een ander kanaal, van een iets andere aard, is het kanaal van de risicodeling.²⁷ De beschikbare gegevens tonen aan dat het kanaal van het concurrentievermogen er, als gevolg van structurele starheden en een gebrekkige implementatie van de gemeenschappelijke markt, betrekkelijk lang over doet om in het eurogebied door te werken. Dit betekent dat zich, in reactie op asymmetrische schokken, grotere prijs- en inflatieverschillen en een hogere regionale werkloosheid kunnen voordoen dan het geval zou zijn bij een hogere mate van grensoverschrijdende concurrentie en economische integratie.

VERSCHILLEN IN INFLATIE EN ARBEIDSKOSTEN TUSSEN DE EUROLANDEN

Het reële convergentieproces is gepaard gegaan met een afnemende spreiding van de inflatie en van de stijging van de arbeidskosten binnen het eurogebied. De inflatieverschillen tussen de eurolanden zijn geslonken en liggen thans op niveaus die vergelijkbaar zijn met die in de Verenigde Staten. De spreiding van de inflatie houdt mogelijk verband met evenwichtsaanpassingen en convergerende prijsniveaus. De inflatieverschillen kunnen echter ook te wijten zijn aan structurele starheden en buitensporige loonstijgingen, en zouden, als zij aanhouden, kunnen leiden tot een verslechtering van het concurrentievermogen, met nadelige effecten op de productie en de werkgelegenheid.

Sinds de jaren negentig wordt de inflatiespreiding in de groep van twaalf landen die in 2001 het eurogebied vormden gekenmerkt door een krachtige neerwaartse tendens, die zich sinds 1998 heeft gestabiliseerd (zie Grafiek 5).

Uit een vergelijking met de Verenigde Staten, een al lang bestaande monetaire unie, in Grafiek 5 blijkt dat de spreiding van de inflatiepercentages in de veertien *Metropolitan Statistical Areas* (MSA's) daar sinds 2004 fluctueert rondom het in het eurogebied waargenomen niveau.²⁸

Ten opzichte van de jaren 1990-1998 is de totale inflatie in de periode 1999-2007 in alle landen van het eurogebied gedaald behalve in Ierland, Luxemburg en Nederland, waar een stijging werd opgetekend (zie Tabel 7). Een uitsplitsing van de prijsontwikkelingen toont aan dat de inflatieverschillen ten opzichte van het gemiddelde voor het eurogebied in 1999-2006 voornamelijk veroorzaakt lijken te worden door de binnenlandse kosten in de meerderheid van de eurolanden (Tabel 8). Van de binnenlandse factoren lijken de verschillen in de stijgingen van de arbeidskosten per eenheid product - die op hun beurt nauwer verband houden met uiteenlopende loonontwikkelingen dan met verschillen in de toename van de arbeidsproductiviteit - een belangrijke rol te hebben gespeeld. Maar de inflatieverschillen lijken ook verband te houden met veranderingen in de invoerkosten.

26 Het kanaal van het concurrentievermogen functioneert als volgt: na een loonschok, of een schok die de productie van een land tot boven zijn potentieel opjaagt, zal het externe concurrentievermogen verslechteren als gevolg van de binnenlandse inflatoire druk op de lonen en andere binnenlandse kosten. De buitenlandse vraag naar de uitvoerproducten van het desbetreffende land zal hierdoor geleidelijk afnemen, zodat de productie tot zijn potentiële niveau terugkeert en de eerdere inflatoire druk getemperd wordt.

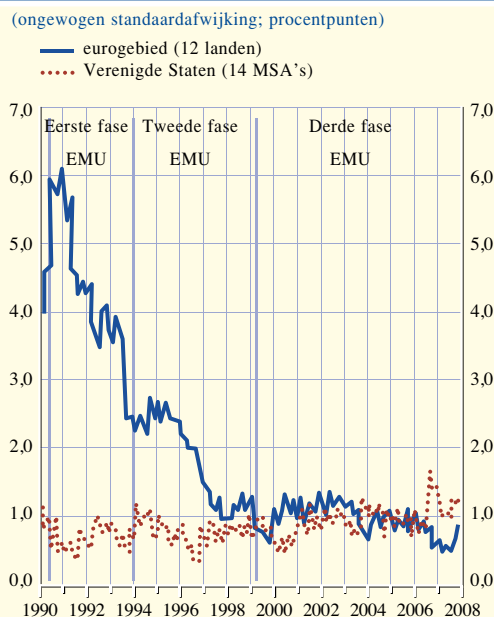
27 In wezen houdt dit mechanisme in dat de consumptie de ontwikkeling van de productie niet noodzakelijkerwijs volgt omdat consumenten in het buitenland kunnen lenen.

28 De beschouwde veertien MSA's zijn New York, Philadelphia, Boston, Washington, Chicago, Detroit, Cleveland, Dallas, Houston, Atlanta, Miami, Los Angeles, San Francisco en Seattle.

Daling totale inflatie
eurogebied

Bescheiden inflatieverschillen

Grafiek 5 De spreiding van de twaalfmaands inflatiepercentages over de eurolanden en 14 metropolitan statistical areas (MSA's) in de Verenigde Staten, sinds 1990



Bron: Berekeningen van de ECB op basis van gegevens van Eurostat en het US Bureau of Labor Statistics.

Tabel 7 CPI/HICP-inflatiepercentages in de eurolanden

(gemiddelde mutaties in procenten per jaar)

	1980-1988	1990-1998	1999-2007
Eurogebied	7,6	3,0	2,1
België	4,9	2,1	2,0
Duitsland	2,9	2,2	1,6
Ierland	9,3	2,5	3,4
Griekenland	19,5	11,8	3,2
Spanje	10,2	4,4	3,1
Frankrijk	7,4	2,1	1,8
Italië	11,2	4,4	2,3
Cyprus	-	-	2,6
Luxemburg	4,8	2,4	2,7
Malta	-	-	2,3
Nederland	2,9	2,2	2,4
Oostenrijk	3,8	2,4	1,7
Portugal	17,7	6,1	2,9
Slovenië	-	-	5,5
Finland	7,3	2,5	1,6

Bron: ECB.

Toelichting: De gegevens hebben betrekking op de HICP-inflatie, voorzover beschikbaar, en op de CPI-inflatie voor de jaren daarvoor. Voor Slovenië zijn gegevens beschikbaar vanaf 1996, voor Cyprus en Malta vanaf 1997. Het 'eurogebied' verwijst naar het eurogebied in veranderende samenstellingen.

Verschillen zijn normaal in muntunie

Sommige inflatie- en kostenverschillen zijn een normaal verschijnsel in een monetaire unie. In een muntunie houden evenwichtsaanpassingen van de prijzen en de kosten gewoonlijk verband met een aanpassing van de relatieve prijzen tussen regio's en sectoren. Een dergelijk mechanisme, dat tot op zekere hoogte een normaal onderdeel is van een inhaalslag of meer in het algemeen van verschillen in de trendmatige productiviteit, kan leiden tot inflatieverschillen tussen de regio's en sectoren van een monetaire unie.²⁹

De inflatieverschillen in het eurogebied zijn tamelijk persistent in die zin dat veel landen al gedurende lange tijd stelselmatig een positief of een negatief verschil vertonen ten opzichte van het gemiddelde voor het eurogebied (zie Kader 1).

Het bestaan van langdurige verschillen in inflatiepercentages en in de stijging van de arbeidskosten in het eurogebied kan verklaard worden door een aantal factoren, die onderling verband houden.³⁰ Er kan met name een onderscheid gemaakt worden tussen factoren die verband houden met het convergentieproces en de economische integratie, factoren die het gevolg zijn van nog voortdurende of blijvende verschillen in nationale economische structuren, en factoren die voortvloeien uit het voeren en implementeren van een nationaal begrotings-, structuur- en loonbeleid of uit de verschillende regionale reacties op beleid dat het gehele eurogebied bestrijkt.

29 Zie, onder andere, I. Angeloni en M. Ehrmann (2004), "Euro area inflation differentials", ECB Working Paper nr 338, en F. Altissimo, P. Benigno en D. Rodriguez-Palenzuela (2004), "Inflation differentials in a currency area: facts, explanations and policies", dat gepresenteerd werd tijdens een workshop van de ECB getiteld "Monetary policy implications of heterogeneity in a currency area", Frankfurt, 13-14 december 2004. Deze zijn te vinden op de website van de ECB (www.ecb.europa.eu).

30 Zie het artikel getiteld "Monetary policy and inflation differentials in a heterogeneous currency area" in het Maandbericht van mei 2005.

Tabel 8 Inflatie, 1999-2007

(twaalfmaands gemiddelde in procentpunten, ten opzichte van het eurogebied)

	Deflator van de consumptieve vraag			Loonkosten per eenheid product		
	Totale mutatie	Bijdrage aan de totale mutatie		Totale mutatie	Bijdrage aan de totale mutatie	
		Binnenlandse kosten	Invoerkosten		Loonsom	Hoeveelheid arbeid per eenheid product
België	0,3	-0,2	0,5	-0,1	0,4	-0,5
Duitsland	-1,2	-1,2	0,0	-1,4	-1,2	-0,2
Ierland	0,8	1,0	-0,1	1,5	3,7	-2,1
Griekenland	1,5	1,7	-0,2	1,3	4,1	-2,7
Spanje	1,5	1,4	0,1	1,2	0,4	0,8
Frankrijk	-0,5	-0,1	-0,4	0,3	0,5	-0,3
Italië	1,7	0,6	1,1	1,0	0,0	0,9
Cyprus	-1,9	-0,8	-1,1	1,6	1,8	-0,2
Luxemburg	1,6	0,1	1,6	1,0	3,5	-2,5
Malta	0,4	0,1	0,3	0,6	1,0	-0,5
Nederland	0,1	0,0	0,1	0,7	1,1	-0,4
Oostenrijk	-0,5	-0,5	0,0	-1,2	-0,5	-0,7
Portugal	0,9	1,1	-0,3	1,6	1,7	-0,1
Slovenië	3,2	1,7	1,5	3,4	6,1	-2,6
Finland	-0,8	-0,7	-0,1	-0,4	0,9	-1,2

Bron: Berekeningen van de ECB op basis van gegevens van de Europese Commissie en Eurostat.
Toelichting: Deze tabel toont afwijkingen in het gemiddelde groeipercentage van iedere variabele ten opzichte van het gemiddelde voor het eurogebied. De cijfers in de tabel kunnen als volgt worden geïnterpreteerd, waarbij België als voorbeeld dient. De totale mutatie in de deflator van de consumptieve vraag was 0,3 procentpunt hoger dan in het eurogebied als geheel per jaar in de periode 1999-2007. De bijdrage van de gemiddelde invoerkosten in België ten opzichte van het eurogebied was 0,5 procentpunt per jaar, terwijl de bijdrage van de relatieve binnenlandse kosten aan de relatieve mutatie in de consumptieve vraag -0,2 procentpunt per jaar bedroeg.

Wat de factoren die verband houden met het convergentieproces en de economische integratie betreft, hebben de implementatie van de gemeenschappelijke markt in Europa in de eerste helft van de jaren negentig en de daaropvolgende invoering van de gemeenschappelijke munt in 1999 bijgedragen tot een forse afname van de prijsverschillen, vooral voor verhandelbare goederen. De convergentie van de prijzen van verhandelbare goederen naar een gemeenschappelijk langetermijnniveau verklaart waarschijnlijk een deel van de inflatieverschillen in de eerste jaren na de invoering van de euro.

De inflatieverschillen tussen de eurolanden kunnen verder het gevolg zijn van de convergentie van de prijsniveaus voor niet-verhandelbare goederen en diensten.³¹ Deze inhaalslag houdt meestal verband met verschillen in de productiviteitsgroei tussen sectoren die wel en niet verhandelbare goederen en diensten produceren of, meer in het algemeen, met het convergentieproces van de levensstandaard, als percentage van het bbp per hoofd van de bevolking, in de diverse economieën. Volgens het Balassa-Samuels effect hebben landen met sectoren waarvan de productiviteitsontwikkelingen zeer verschillen van die in andere landen (waar de sector die verhandelbare goederen produceert een relatief hogere productiviteitsgroei vertoont) bijvoorbeeld meestal te maken met relatief hogere loonstijgingen en een hogere inflatie in de sector die niet-verhandelbare goederen en diensten produceert. Binnen een muntunie, waar dus geen sprake is van appreciatie van de nominale wisselkoers, zou een dergelijk land een hogere totale relatieve inflatie optekenen. De empirische bewijzen hiervoor zijn echter gemengd.

Sommige verschillen te wijten aan convergentie prijsniveaus

31 Niet-verhandelbare goederen en diensten worden grotendeels plaatselijk verhandeld.

Ten tweede kunnen inflatie- of prijsniveauverschillen ook voortvloeien uit normale structurele verschillen, zoals de diversiteit van consumentenvoorkeuren en verschillen in de mate waarin een land bloot staat aan mutaties in de wisselkoers van de euro en in de grondstoffenprijzen. Inflatieverschillen zouden dan vooral kunnen worden verklaard door verschillen in de mate van openheid en in de samenstelling van de internationale handel.

Op de derde plaats kan de mate van diversiteit in een muntunie ook bepaald worden door het beleid zelf, of dat nu het gehele eurogebied bestrijkt of regionaal geconcentreerd wordt. Het begrotingsbeleid zou inflatieverschillen bijvoorbeeld kunnen aanwakkeren door het onjuist inzetten van budgettaire instrumenten (zie paragraaf 4.2). Door structurele starheden en een gebrekkige implementatie van de gemeenschappelijke markt zouden zich grotere prijsverschillen kunnen voordoen dan het geval zou zijn bij een hogere mate van grensoverschrijdende concurrentie en economische integratie. Ook het op nationaal of regionaal niveau gevoerde structuur- of loonbeleid kan een bron van inflatieverschillen zijn. Het feit dat collectieve loonakkoorden in sommige eurolanden indexatieclausules bevatten kan de nodige aanpassingen bijvoorbeeld vertragen en bijdragen aan de hardnekkigheid van de inflatieverschillen door de onwil van die landen om de inflatie aan te pakken verder aan te wakkeren.

Kader 5

DE HARDNEKKIGHEID VAN DE INFLATIE EN DE DETERMINANTEN VAN DE LOONDYNAMIEK

Naast landspecifieke schokken zijn potentiële verschillen in de flexibiliteit van prijzen en lonen tussen landen een belangrijke bron van inflatie- en groeiverschillen. Een diep inzicht in de determinanten van de prijs- en loondynamiek in de eurolanden is derhalve van wezenlijk belang voor het voeren van het monetaire beleid. In dit verband zijn binnen het ESCB twee netwerken opgezet, namelijk het *Inflation Persistence Network* (IPN) en het *Wage Dynamics Network* (WDN). In dit Kader worden de belangrijkste bevindingen van deze twee netwerken besproken.

Het IPN heeft zijn werkzaamheden in 2003 aangevangen en de resultaten van zijn onderzoek tijdens een conferentie in december 2004¹⁾ gepresenteerd. De aanpak van het IPN bestond uit drie onderdelen: de analyse van macro-economische gegevens, een indringende analyse van microgegevens betreffende individuele mutaties in zowel consumenten- als producentenprijzen, en enquêtes bij bedrijven om de belangrijkste determinanten van hun prijsvormingsgedrag vast te stellen.

De belangrijkste conclusies van deze analyses waren als volgt. Om te beginnen blijkt, onder het huidige monetaire regime, de mate van hardnekkigheid van de inflatie gematigd te zijn. Dit strookt niet met de ervaringen uit een eerdere periode van hoge inflatie, toen verwachtingen minder goed verankerd waren, met het gevolg dat inflatieschokken meestal tot langduriger mutaties in de inflatie leidden. Ten tweede blijkt uit de microgegevens met betrekking tot de prijsmutaties dat de consumentenprijzen in het eurogebied minder veranderlijk lijken dan in de Verenigde Staten. Individuele prijzen in het eurogebied worden bijvoorbeeld normaal gesproken eens in de twaalf tot vijftien maanden gewijzigd, tegenover eens in de zes maanden in de

1) Zie F. Altissimo, M. Ehrmann en F. Smets (2005), "Inflation persistence and price-setting behaviour in the euro area – a summary of the IPN evidence", ECB Occasional Paper nr. 46.

Verenigde Staten. Op de derde plaats is de prijsvorming in de verschillende sectoren behoorlijk divers, maar lijken er tussen landen geen belangrijke verschillen te bestaan in de frequentie van de prijsmutaties. De prijzen van voedingsmiddelen en energie worden bijvoorbeeld veel vaker aangepast dan die voor diensten. Ten vierde komen prijsdalingen vrij vaak voor (rond 40% van de mutaties in de consumentenprijzen zijn prijsdalingen), wat wil zeggen dat prijzen minder onderhevig zijn aan een neerwaartse nominale starheid dan eerder werd gedacht. Op de vijfde plaats wordt uit de enquêteresultaten duidelijk dat het prijsaanpassingsproces gewoonlijk uit twee stappen bestaat: prijzen worden eerst door bedrijven herzien en vervolgens gewijzigd. In feite komen prijsherzieningen veel vaker voor dan prijswijzigingen. Wat de determinanten van prijsmutaties betreft blijkt uit de enquêteresultaten dat ongeveer één derde van de bedrijven in het eurogebied zich houdt aan een vast prijsaanpassingschema, terwijl één vijfde hun prijzen aanpassen wanneer specifieke gebeurtenissen leiden tot een voldoende grote afwijking tussen de werkelijke en de gewenste prijs. De rest past een gemengde strategie toe. Uit zowel de enquêtegegevens als de analyse van individuele prijsmutaties blijkt dat de volatiliteit van de bedrijfskosten een belangrijke determinant van de frequentie van prijswijzigingen is. Prijzen worden bijvoorbeeld veel minder vaak gewijzigd in sectoren waar de lonen, die doorgaans op zich vrij onveranderlijk zijn, een groot deel van de totale kosten van bedrijven uitmaken.

De bevindingen van het IPN gaven de noodzaak aan van een dieper inzicht in de determinanten van de loondynamiek. Daarom werd in 2006 het WDN opgericht. Het WDN bestaat uit onderzoekers van zowel de deelnemende als niet-deelnemende centrale banken. Vier onderzoekslijnen zijn uitgezet. De eerste richt zich op de analyse van geaggregeerde en sectorale lonen en arbeidskosten en hoe deze zich verhouden tot de prijsdynamiek. De tweede onderzoekslijn betreft de analyse van microgegevens betreffende lonen en beoogt onder andere de aard en omvang van starheden met betrekking tot de lonen en de arbeidsmarkt vast te stellen. Als derde activiteit heeft het WDN een enquête onder bedrijven opgezet om de voornaamste mechanismen te bepalen die aan hun loonvorming ten grondslag liggen. Tenslotte moet een meta-analyse van de bevindingen de belangrijkste conclusies van het onderzoek opleveren en relevante beleidsimplicaties vaststellen. De uitkomsten van het WDN zullen tijdens een conferentie in juni 2008 gepresenteerd worden.

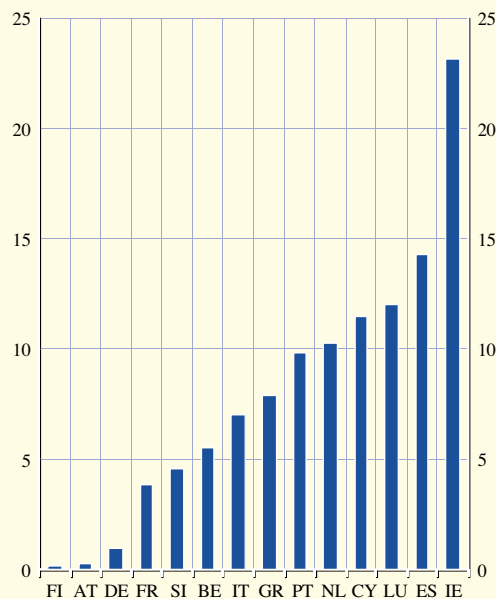
Als gevolg van deze hardnekkige inflatieverschillen doen zich in de eurolanden forse verschillen voor in het verloop van de nationale indicatoren van het prijsconcurrentievermogen. Geharmoniseerde indices van het concurrentievermogen (HCI's) op basis van de gewogen gemiddelden van de met de HICP gedefleerde relatieve prijzen leveren één vergelijkbare maatstaf op van het prijsconcurrentievermogen van de individuele eurolanden.³² Uit Grafiek 6 blijkt dat de HCI's van Duitsland, Oostenrijk en Finland in de periode 1999-2007 zeer bescheiden stijgingen hebben ondergaan, wat aangeeft dat deze maatstaf van het prijsconcurrentievermogen slechts licht gedaald is, terwijl de HCI's van Ierland en Spanje uitzonderlijk hoge stijgingen hebben vertoond. De relatieve ontwikkelingen van de arbeidskosten per eenheid product schetsen een vergelijkbaar heterogeen beeld van de ontwikkelingen van het concurrentievermogen in de eurolanden. Mutaties in de relatieve prijzen of kosten zijn één van de hoofdkanalen waarlangs aanpassingen zich binnen het eurogebied voltrekken. Verlaging van de arbeidskosten per eenheid product is geen “de-ene-zijn-dood-is-de-ander-zijn-brood” beleid. Integendeel, door de

Verschillen kunnen
concurrentievermogen
en productiegroei
doen afnemen

32 Zie het Kader getiteld “The introduction of harmonised competitiveness indicators for euro area countries” in het Maandbericht van februari 2007. Het zou dienstig zijn om in toekomstige toevoegingen aan deze reeks HCI's de huidige reeks – op de ontwikkelingen van consumentenprijzen gebaseerde – HCI's te vergelijken met indicatoren die gebaseerd zijn op deflatoren die minder niet-verhandelbare producten en diensten omvatten, en die mogelijk een betere samenhang vertonen met het concurrentievermogen van de externe sectoren van deze landen.

Grafiek 6 De indicatoren van het geharmoniseerde concurrentievermogen van de eurolanden, 1999-2007

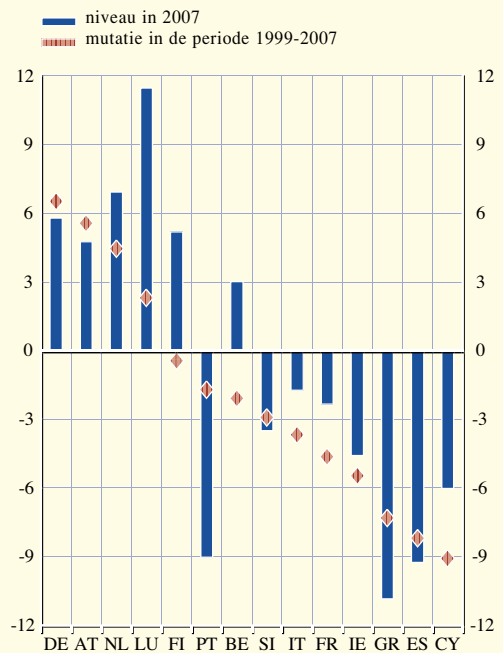
(gecumuleerde mutaties in procenten)



Bron: Berekeningen van de ECB op basis van gegevens van Eurostat.
Toelichting: De door de ECB met de CPI gedefleerde gewogen gemiddelden van de relatieve inflatiepercentages ten opzichte van 44 handelspartners en eurolanden. Een toename geeft een reëel-effectieve waardeverhoging aan, dat wil zeggen een daling in deze indicator van het nationale concurrentievermogen. De landen zijn gerangschikt al naar gelang de oplopende stijging van de indicator.

Grafiek 7 De posities op de lopende rekening in 2007 en de gecumuleerde mutaties in de eurolanden, 1999-2007

(niveaus in % bbp; gecumuleerde mutaties in procentpunten als percentages van het bbp)



Bron: Berekeningen van de ECB op basis van gegevens van de Europese Commissie.

arbeidskosten te matigen neemt de inflatoire druk af, wat doorgaans bijdraagt tot lagere rentetarieven in het gehele eurogebied. Aanhoudende kostenmatiging heeft een gunstige invloed op de structurele werkgelegenheid, die verder reikt dan alleen het positieve effect van een verbeterd concurrentievermogen en betere handelsprestaties. Een aanhoudend verlies aan concurrentievermogen in termen van prijzen en kosten, dat niet gepaard gaat met evenwichtsaanpassingen van de prijzen en de kosten, kan ongunstig uitwerken op de productie en de werkgelegenheid, maar ook op de handelsbalans en het saldo op de lopende rekening (zie Grafiek 7).³³

Kortom, de langdurig aanhoudende inflatie- en groeiverschillen zijn in veel gevallen mogelijk een evenwichtsverschijnsel dat bepaald wordt door inhaalslagen en/of trendmatige verschillen in de potentiële groei. Als dergelijke verschillen echter het gevolg zijn van structurele ondoelmatigheden of onverenigbare nationale beleidslijnen (waaronder het loonbeleid), kunnen zij

³³ Zie het Kader getiteld "Current account balances across the euro area countries from a savings and investment perspective" in het Maandbericht van juli 2007.

Hardnekkige verschillen moeten worden aangepakt

een bron van zorg vormen. Aangezien het binnen het eurogebied niet langer mogelijk is een nationaal monetair of wisselkoersbeleid te voeren, moeten de overige aanpassingsmechanismen ingeval van schokken goed functioneren. Starheden in de loon- en prijsvormingsmechanismen of aanhoudende buitensporige loonontwikkelingen kunnen de noodzakelijke aanpassingen van de relatieve prijzen aan economische schokken vertragen en in sommige landen leiden tot een langdurige periode van relatief hoge inflatie. Dit kan weer bijdragen aan een opeenstapeling van interne onevenwichtigheden en een verslechtering van het concurrentievermogen binnen het eurogebied in termen van prijzen en kosten, waardoor mogelijk ook de productie en de werkgelegenheid worden gedrukt. Om economische aanpassingen binnen het eurogebied efficiënt en soepel te laten verlopen moeten de institutionele belemmeringen tegen flexibele loon- en prijsvormingsmechanismen weggenomen worden, de gemeenschappelijke markt voltooid worden om de binnenlandse en grensoverschrijdende concurrentie te bevorderen (zie paragraaf 4.1), en moet een verstandig begrotingsbeleid gevoerd worden.

Een gezond beleid is ook essentieel voor landen die zich in de toekomst bij het eurogebied willen voegen. De uitbreiding van het eurogebied wordt in de volgende paragraaf besproken.

4.4 UITBREIDING VAN HET EUROGEBIED

In deze paragraaf wordt verslag gedaan van de uitbreiding van het eurogebied sinds 1999 en van de huidige stand van zaken met betrekking tot verdere uitbreidingen van het eurogebied, en wordt de noodzaak aangegeven van duurzame convergentie als voorwaarde voor toetreding tot het eurogebied (zie ook hoofdstuk 2).

DRIE UITBREIDINGSRONDES VAN HET EUROGEBIED

Zoals in hoofdstuk 2 is uiteengezet heeft het eurogebied sinds de euro in 1999 door elf EU-lidstaten werd ingevoerd drie uitbreidingsrondes ondergaan, waardoor er thans vijftien eurolanden zijn.

TOEKOMSTIGE UITBREIDINGEN VAN HET EUROGEBIED

De twaalf EU-lidstaten die nog niet op de euro zijn overgegaan verschillen aanzienlijk qua juridische status en de mate van bereikte convergentie. Met name Denemarken en het Verenigd Koninkrijk hebben een speciale status (op basis van een “opt-out” clause), waarbij de mate van bereikte convergentie die nodig is voor toetreding tot het eurogebied pas beoordeeld wordt wanneer zij daartoe een verzoek indienen.

Alle andere tien landen (Bulgarije, Tsjechië, Estland, Letland, Litouwen, Hongarije, Polen, Roemenië, Slowakije en Zweden) zijn EU-lidstaten met een zogeheten derogatie. Dit wil zeggen dat zij zich hebben gecommitteerd aan de uiteindelijke invoering van de euro. Het precieze tijdpad en het optimale convergentiepad naar invoering van de euro zullen echter van land tot land worden bepaald.

Om op de euro te kunnen overgaan moet de munteenheid van een toekomstige lidstaat minstens twee jaar deel uitmaken van het ERM-II zonder dat zich ernstige spanningen voordoen, voordat de mate van convergentie beoordeeld wordt; daarnaast moet ook aan de andere “criteria van Maastricht” worden voldaan.

Twaalf EU-lidstaten nog niet op euro overgegaan

Tabel 9 Monetaire-integratieplannen van de EU-lidstaten buiten het eurogebied

Land	Totale mutatie	Binnenlandse kosten
Bulgarije	Zo snel mogelijk.	Is voornemens zo snel mogelijk op de euro over te gaan.
Tsjechië	Minimale deelname aan ERM-II gedurende slechts twee jaar voorafgaand aan toetreding tot de EMU. De inflatiedoelstelling blijft gehandhaafd totdat de monetaire integratie afgerond is. De bereidheid om toe te treden tot ERM-II en het eurogebied wordt jaarlijks beoordeeld door de regering en de nationale centrale bank tezamen.	De actualisatie van de door de Tsjechische autoriteiten in augustus 2007 goedgekeurde "Strategie van Tsjechië betreffende de toetreding tot het eurogebied" vermeldt dat voor diverse voorwaarden waaraan moet worden voldaan alvorens op de euro kan worden overgegaan nog geen bevredigende parameters zijn behaald. De belangrijkste belemmeringen betreffen de noodzaak de flexibiliteit van de economie te vergroten, en de consolidatie van het begrotingsbeleid.
Denemarken	Neemt reeds deel.	Momenteel geen voornemens. Bij het in september 2000 gehouden referendum over de invoering van de euro heeft 53% "Nee" gestemd.
Estland	Neemt reeds deel.	Is voornemens zo snel mogelijk op de euro over te gaan.
Letland	Neemt reeds deel.	Is voornemens zo snel mogelijk op de euro over te gaan.
Litouwen	Neemt reeds deel.	Is voornemens zo snel mogelijk op de euro over te gaan.
Hongarije	Het geactualiseerde Convergenceprogramma voorziet niet in een wenselijke datum voor toetreding tot ERM-II. Het programma vermeldt alleen dat deelname aan ERM-II afhankelijk zou moeten zijn van het herstel van budgettaire geloofwaardigheid.	Het Convergenceprogramma voorziet niet in een wenselijke datum voor toetreding tot het eurogebied.
Polen	Deelname aan ERM-II gedurende de minimum periode van twee jaar. Er is geen expliciete doelstelling voor de toetreding tot ERM-II.	Het Convergenceprogramma voorziet niet in een gespecificeerde wenselijke datum voor toetreding tot het eurogebied.
Roemenië	Deelname aan ERM-II gedurende de minimum periode van twee jaar. Er is geen expliciete doelstelling voor de toetreding tot ERM-II. Volgens het Convergenceprogramma van 2007 zijn er geen voornemens om tot ERM-II toe te treden vóór 2012. Is voornemens deel te nemen aan ERM-II gedurende de minimum vereiste periode alvorens over te gaan op de euro.	Niet vóór 2014.
Slovakije	Neemt reeds deel.	Is voornemens in 2007 aan de referentiewaarde voor de begroting te voldoen en in 2009 tot het eurogebied toe te treden.
Zweden	Momenteel geen voornemens.	Momenteel geen voornemens. Bij het in september 2003 gehouden referendum over de invoering van de euro heeft 56% "Nee" gestemd.
Verenigd Koninkrijk	Momenteel geen voornemens.	Zodra aan de vijf toetsen van de regering is voldaan.

Bron: ECB.

Vijf landen in ERM-II

Vijf EU-lidstaten die niet op de euro zijn overgegaan nemen deel aan het ERM-II. Deze landen zijn op verschillende tijdstippen toetgetreden, sommige op basis van eenzijdige wisselkoersafspraken. Denemarken is op 1 januari 1999 tot het ERM-II toetgetreden met een fluctuatiemarge van +/- 2,25% rond de spilkoers. Op 28 juni 2004 zijn Estland, Litouwen (en ook Slovenië) toetgetreden. Zowel Estland als Litouwen kent een fluctuatiemarge van +/- 15%. Deze landen hebben daarnaast besloten hun currency board-regeling voort te zetten als eenzijdige verplichting. Op 2 mei 2005 heeft Letland zich bij het ERM-II gevoegd (samen met Cyprus en Malta). Ook Letland heeft besloten toe te treden met een fluctuatiemarge van +/- 15%, maar houdt als eenzijdige verplichting een fluctuatiemarge van +/- 1% aan. Tenslotte is op 25 november 2005 Slovakije tot het ERM-II toetgetreden, met een fluctuatiemarge van +/- 15%.

Op dit moment zijn Bulgarije, Tsjechië, Hongarije, Polen, Roemenië en Zweden de enige EU-lidstaten met een derogatie die nog niet deelnemen aan het ERM-II (zie Tabel 9).

NOODZAAK VAN DUURZAME CONVERGENTIE

Om tot het eurogebied te mogen toetreden moeten lidstaten voldoen aan een aantal juridische en economische convergentiecriteria. Door op duurzame wijze te voldoen aan deze criteria kan een land soepel integreren in de Monetaire Unie. Hiervoor zijn degelijke economische redenen. Zodra een land toetreedt tot de Monetaire Unie kan het geen rentebeleid meer voeren. Aangezien monetaire-beleidsbesluiten in de EMU genomen worden op basis van de economische omstandigheden in het eurogebied als geheel, is duurzame economische convergentie vereist om te verzekeren dat de economie van een land voldoende voorbereid is op de monetaire unie.

Voordelen van duurzame
convergentie

Een land dat duurzame convergentie heeft bereikt kan grote voordelen hebben van invoering van de euro. Deze voordelen omvatten onder andere het wegvallen van wisselkoersrisico's met betrekking tot de belangrijkste handelspartners, lagere transactie- en informatiekosten, een grotere bescherming tegen bepaalde financiële verstoringen, en, dankzij een geloofwaardig kader voor het begrotings- en monetaire beleid, lagere risicopremies en lange rentetarieven. Voor het eurogebied als geheel – maar ook voor de EU – is het voornaamste voordeel van uitbreiding van het eurogebied de voltooiing van de interne markt voor goederen, diensten en kapitaal. Deze voordelen zouden echter niet gelden in het geval van een premature invoering van de euro, waardoor een land op velerlei manieren schade zou kunnen oplopen. Verschillen in conjunctuurecycli zouden kunnen leiden tot suboptimale rentetarieven op nationaal niveau (vanuit het oogpunt van zowel economische stabilisatie als de toewijzing van middelen) en het ontstaan van lokale “luchtballen” of “crises”. Als een land geen duurzame convergentie bereikt, kan het problemen krijgen met zijn concurrentievermogen die niet langer door middel van wisselkoersaanpassingen kunnen worden opgelost. Onvoldoende flexibele lonen en prijzen, die aanpassingen aan verande ringen in het concurrentievermogen en/of schokken bemoeilijken, betekenen mogelijk ook aanhoudende economische verliezen. Voor het eurogebied als geheel zou een premature invoering van de euro ook een verlies aan geloofwaardigheid van het EMU-project kunnen inhouden.

Noodzaak van duurzame
convergentie

In de Convergentieverslagen van de ECB³⁴ wordt benadrukt dat de bereikte convergentie duurzaam dient te zijn en niet slechts op een bepaald moment moet gelden. Derhalve wordt bij de landenonderzoeken uitvoerig ingegaan op de houdbaarheid van de behaalde convergentie. In dit verband worden de economische ontwikkelingen in de desbetreffende landen besproken in een terugblik op, in principe, de afgelopen tien jaar. Hierdoor kan beter worden beoordeeld in hoeverre de huidige prestaties het gevolg zijn van waarlijk structurele aanpassingen, die op hun beurt weer zouden moeten leiden tot een betere beoordeling van de duurzaamheid van de economische convergentie. Daarnaast wordt, waar passend, een toekomstgerichte benadering toegepast. In dit verband wordt bijzondere aandacht gevraagd voor het feit dat de houdbaarheid van gunstige economische ontwikkelingen in zeer hoge mate afhangt van geëigende en duurzame beleidsreacties op bestaande en toekomstige uitdagingen. Al met al wordt benadrukt dat het waarborgen van de duurzaamheid van de economische convergentie afhangt van zowel het bereiken van een goede uitgangspositie als van het na de invoering van de euro gevoerde beleid.

34 Zie het Convergentieverslag van de ECB van mei 2008.

Krachtens de juridische convergentiecriteria zijn toekomstige lidstaten van het eurogebied verplicht de juridische funderingen te leggen voor deelname aan de Monetaire Unie, waarvan de onafhankelijkheid van de centrale bank een hoeksteen vormt.

De economische convergentiecriteria waarborgen dat de kandidaat-lidstaten economische voorwaarden hebben geschapen die bevorderlijk zijn voor de handhaving van prijsstabiliteit en de samenhang van het eurogebied. Het analysekader omvat de ontwikkelingen van de prijzen, de begrotingssaldi en de schuldquoten, de wisselkoersen en de lange rente, en andere factoren. Bij de toepassing van deze criteria wordt een aantal algemene regels toegepast:

1. De individuele criteria worden strikt uitgelegd en toegepast.
2. De criteria vormen een samenhangend en geïntegreerd geheel. Aan alle criteria moet worden voldaan. In het Verdrag staan de criteria op gelijke voet en is er geen sprake van enige rangorde.
3. Aan de criteria moet worden voldaan op basis van feitelijke gegevens.
4. De toepassing van de criteria dient gebaseerd te zijn op consistentie, transparantie en eenvoud.
5. De convergentie dient duurzaam te zijn en niet slechts op een bepaald moment te gelden.

Zodra een land op duurzame wijze aan deze juridische en economische criteria voldoet volgt toetreding tot het eurogebied. Met de invoering van de euro is het verhaal echter niet ten einde. Toetreding tot het eurogebied is op zich geen succesformule. Na op de euro te zijn overgegaan dienen landen nog altijd het juiste beleid te voeren om binnen het eurogebied te kunnen gedijen (zie de paragrafen 4.1, 4.2 en 4.3).

4.5 VERDERE UITDAGINGEN IN DE TOEKOMST

Uit de vorige paragrafen is duidelijk geworden dat economische flexibiliteit en integratie concrete voorwaarden voor het goede functioneren van het eurogebied zijn, omdat individuele economieën of regio's in het eurogebied getroffen kunnen worden door voor hen specifieke ontwikkelingen. Bovendien wordt het eurogebied continu geconfronteerd met schokken en uitdagingen, bijvoorbeeld op het gebied van de mondiale concurrentie of de ontwikkelingen van de energieprijzen. Tegelijkertijd is er, in een monetaire unie, geen mogelijkheid meer van een nationaal monetair of wisselkoersbeleid. Om te voorkomen dat landen of regio's in het eurogebied die getroffen worden door een specifieke of asymmetrische schok te maken krijgen met hetzij een aanhoudende periode van lage groei en hoge werkloosheid of een lange periode van oververhitting, moeten zij over andere doelmatige aanpassingsmechanismen kunnen beschikken.

De recente stijgingen van de arbeidsdeelname en de werkgelegenheidsgraad zijn bemoedigende ontwikkelingen die aantonen dat de eerdere hervormingen van de arbeidsmarkt, immigratie en loonmatiging hebben bijgedragen tot het slechten van enkele beperkingen aan de groei die voortvloeiden uit rigide en overgereguleerde arbeidsmarkten. Verder wordt hiermee bevestigd dat een op prijsstabiliteit gericht monetair beleid geenszins onverenigbaar is met het scheppen van banen en een lage werkloosheid; integendeel. Ondanks deze vooruitgang hebben de meeste eurolanden de mogelijkheden van een verdere toename van de arbeidsdeelname en de werkgelegenheid echter nog lang niet ten volle benut. Door een rigide juridisch en wettelijk kader veroorzaakte structurele obstakels, hoge belastingen op arbeid en door loonregels ingegeven starheden ontmoedigen of weerhouden veel te veel mensen van actieve deelname aan de arbeidsmarkt, waardoor de participatiegraad te laag blijft en de werkloosheid te hoog.

Aanpassingsmechanismen moeten efficiënter worden ...

... om eurogebied soepel te laten functioneren

Vorderingen geboekt maar verdere hervormingen nodig

Om de werkgelegenheid, de productiviteit en de economische veerkracht te bevorderen zou het economische beleid in de eurolanden derhalve vooral langs de volgende lijnen moeten worden ontwikkeld. Wat het arbeidsmarktbeleid betreft moeten, om te beginnen, zowel overheden als de sociale partners waarborgen dat er in de loonvorming voldoende rekening gehouden wordt met de arbeidsmarktomstandigheden, en dat deze het concurrentievermogen en de werkgelegenheid niet in gevaar brengt. Daartoe dienen de sociale partners rekening te houden met de verschillende omstandigheden op bedrijfs- en sectorniveau, en de gevolgen van loonakkoorden voor het concurrentievermogen en daarmee de werkgelegenheid van hun bedrijf, hun sector, en hun regio te temperen. Door voldoende loondifferentiatie zouden de werkgelegenheidskansen voor lagergeschoolden, en voor mensen in regio's of sectoren met een hoge werkloosheid, toenemen. In dit opzicht wordt de schepping van banen voor met name jongeren en lagergeschoolden, en voor alle anderen die problemen ondervinden bij het vinden van een baan ondermijnd door buitensporige regelgeving zoals minimum lonen.

**Loondifferentiatie goed
voor werkgelegenheid**

Op de tweede plaats moet het goed functioneren van arbeidsmarktaanpassingen gecompenseerd worden door de voltooiing van de gemeenschappelijke markt, met name voor diensten en netwerkindustrieën. Door de concurrentie en open productmarkten te bevorderen zou een diepere integratie van de markten de flexibiliteit van de prijzen vergroten. Versterking van de grensoverschrijdende concurrentie en marktintegratie in het eurogebied zouden bijdragen tot lagere prijzen. Ook zouden zij ten goede komen aan de aanpassingsprocessen in individuele landen, waardoor voorkomen wordt dat regionale werkloosheidsniveaus al te zeer oplopen ingeval van land- of regiospecifieke schokken of uiteenlopende conjuncturele ontwikkelingen.

**Gemeenschappelijke markt
moet worden voltooid**

Ten derde kunnen de nationale autoriteiten aanzienlijk bijdragen tot het goede functioneren van de aanpassingsmechanismen binnen het eurogebied door een weldoordacht en houdbaar begrotingsbeleid te voeren dat strookt met de door het Stabiliteits- en Groeipact aangegeven richtlijnen. Daarnaast kan en moet het begrotingsbeleid de langetermijngroei ondersteunen door de kwaliteit van de uitgaven te verbeteren en de economische belemmeringen in het belastingstelsel te minimaliseren. In dit verband is het vooral belangrijk dat de budgettaire autoriteiten zich voorbereiden op de uitdagingen rond de vergrijzing. Hoge en ondoelmatige overheidsuitgaven kunnen de economische bedrijvigheid afremmen door de economie een hoge belastingdruk op te leggen en middelen voor onproductieve doeleinden te gebruiken. Op een vergelijkbare manier dragen hogere administratieve prijzen, indirecte belastingen en minimumlonen meestal bij tot de inflatoire druk, waardoor het voeren van het monetaire beleid wordt bemoeilijkt.

**Gezond begrotingsbeleid en
lage belastingen belangrijk**

Op de vierde plaats moeten de in de Lissabon-strategie voorziene hervormingen worden uitgevoerd die nodig zijn om de groeivoorzichten voor het eurogebied op de lange termijn te verbeteren en de werkgelegenheid en de productiviteit te bevorderen. De aanpassingsmechanismen in individuele landen, regio's en sectoren zouden hierdoor verbeterd worden. Dit is derhalve een belangrijk onderdeel van de verbetering van het algehele vermogen van de economie van het eurogebied om economische schokken het hoofd te bieden.

**Lissabon-strategie nog altijd
centraal**

Ten vijfde dienen de ontwikkelingen van het concurrentievermogen in termen van prijzen en arbeidskosten per eenheid product in alle eurolanden nauwlettend te worden gevolgd. Hardnekkige verslechtingen van het concurrentievermogen in termen van de relatieve kosten kunnen ook samenhangen met een aantal structurele starheden die tot inertie in de prijs- en loonvorming en tot buitensporige stijgingen van de arbeidskosten leiden. Indien en wanneer dergelijke verschijnselen worden gesignaleerd dienen alle betrokken partijen - de private sector, de sociale partners en de nationale overheden - een zo transparant mogelijke besluitvorming

**Veranderingen in
concurrentievermogen
moeten worden gevolgd**

betrachten om relatieve verslechtingen van het concurrentievermogen te voorkomen die vanuit economisch oogpunt niet gerechtvaardigd zouden zijn en zo de groei en de creatie van banen in de toekomst zouden ondermijnen.

Tenslotte zouden de landen die in de toekomst tot het eurogebied willen toetreden er goed aan doen in hun convergentieproces rekening te houden met de bovenstaande uitdagingen en zich goed voor te bereiden op hun daadwerkelijke toetreding.

5 DE INVLOED VAN DE EURO OP DE HANDEL EN DE KAPITAALSTROMEN EN ZIJN INTERNATIONALE ROL



Sinds 1998 is de openheid van het eurogebied voor de rest van de wereld, zoals afgemeten aan de handel en de internationale investeringspositie, zelfs nog toegenomen. Tegelijkertijd zijn ook de handel en de kapitaalstromen tussen de landen van het eurogebied gegroeid. De handel in goederen en diensten binnen het eurogebied is met ongeveer 10 procentpunten gestegen in verhouding tot het bbp, wat deels kan worden toegeschreven aan de invoering van de euro. De eenheidsmunt zorgde tevens voor een scherpere concurrentie binnen het eurogebied en een grotere convergentie van de handelsprijzen in het eurogebied, verschijnselen die in de toekomst wellicht zullen blijven voorkomen. Wat de kapitaalstromen betreft, stimuleerde de euro de buitenlandse directe investeringen (BDI), in het bijzonder de grensoverschrijdende fusie- en overnameactiviteiten in de verwerkende industrie, en het effectenverkeer tussen de landen van het eurogebied. Enkele factoren die verband houden met de euro bevorderden dat drukkere kapitaalverkeer tussen de landen van het eurogebied, onder meer de opheffing van het wisselkoersrisico, de verlaging van de kapitaalkosten, het gebruik van gemeenschappelijke handelsplatforms en de grensoverschrijdende beursfusies (b.v. Euronext). Een andere dimensie van de euro is dat de eenheidsmunt buiten de grenzen van het eurogebied wordt gebruikt. De afgelopen tien jaar is de rol van de euro op de internationale markten enigszins toegenomen, maar de veranderingen verliepen geleidelijk en lijken in sommige marktsegmenten te zijn gestabiliseerd. Bovendien spitst de internationale rol van de valuta zich geografisch toe op regio's die dicht bij het eurogebied liggen. Die internationale dimensies van het eurogebied onderstrepen de nood aan een nauwe dialoog tussen het Eurosysteem en centrale banken elders in de wereld. Deze dialoog verloopt via uiteenlopende bilaterale en multilaterale kanalen. Dit hoofdstuk is als volgt opgebouwd: in paragraaf 5.1 worden de handels- en concurrentie-effecten van de euro bestudeerd, terwijl paragraaf 5.2 zich toespitst op de invloed van de euro op de internationale kapitaalstromen. In paragraaf 5.3 wordt nagegaan hoe de internationale rol van de euro zich ontwikkelt en paragraaf 5.4 bespreekt de internationale samenwerking van het eurogebied, met daarbij speciale aandacht voor de rol van de ECB.

5.1 HANDEL IN GOEDEREN EN DIENSTEN VAN HET EUROGEBIED

De economie van het eurogebied is relatief open, vooral in vergelijking met de twee andere toonaangevende economieën in de wereld, namelijk de Verenigde Staten en Japan. In 2006 bedroeg de gezamenlijke waarde van de in- en uitvoer van goederen en diensten circa 42% bbp, tegen ongeveer 32% en 28% voor respectievelijk Japan en de Verenigde Staten. Het eurogebied nam ook 18% van de waarde van de werelduitvoer voor zijn rekening, tegen ongeveer 12% voor de Verenigde Staten, 6% voor Japan en 10% voor de tien grootste olie-exporterende landen. De openheid van het eurogebied voor handel is sedert 1998 bovendien aanzienlijk toegenomen (met 11 procentpunten), voornamelijk als gevolg van het snel groeiende handelsverkeer met nieuwe lidstaten van de EU en met China.

Sinds 1998 is de handel tussen de landen van het eurogebied sterk gestegen. De waarde van de uit- en invoer van goederen binnen het eurogebied nam toe van ongeveer 26% bbp in 1998, het jaar vóór de euro werd ingevoerd, tot 33% bbp in 2007. Intussen liep de handel in diensten binnen het eurogebied eveneens op, namelijk van 5% tot 7% bbp. In 2007 vertegenwoordigde de handel binnen de landen van het eurogebied ongeveer de helft van de totale handel van het eurogebied.

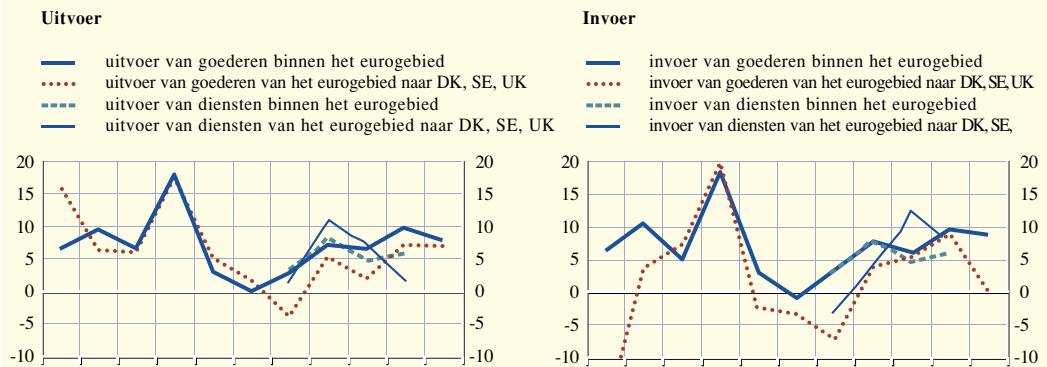
Uit het verloop van het handelsverkeer van het eurogebied met Denemarken, Zweden en het Verenigd Koninkrijk blijkt dat de euro de handel van de landen van het eurogebied forser

De economie van het eurogebied is relatief open in vergelijking met die van de Verenigde Staten en Japan

De handel tussen de landen van het eurogebied is sinds 1998 fors toegenomen

Grafiek 1 Verloop van de handel binnen het eurogebied met Denemarken, Zweden en het Verenigd Koninkrijk, 1996-2007

(waarden; groei op jaarbasis)



Bron: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De ramingen voor 2007 zijn gebaseerd op gegevens betreffende de eerste helft van 2007. De gegevens over de handel in diensten zijn enkel beschikbaar vanaf 2002.

heeft opgevoerd dan de positieve effecten die uitgingen van de voortgaande integratie van de EU in een gemeenschappelijke markt. Sinds 1998 is de groei op jaarbasis van de uitvoer, door het eurogebied, van goederen naar de drie lidstaten van de EU-15 die niet op de euro zijn overgegaan, gemiddeld 3% lager dan de jaarlijkse groei van de uitvoer binnen het eurogebied. Terzelfder tijd groeide de invoer vanuit die landen gemiddeld 2% minder sterk dan de invoer van binnen het eurogebied zelf. Voor de diensten bleef de jaarlijkse groei van de handelsstromen binnen het eurogebied onder de groei van de handel met de drie niet-eurolanden; mogelijkwerwijs weerspiegelde dit deels een sterkere specialisatie van het Verenigd Koninkrijk in diensten en een nog steeds zeer gefragmenteerde interne EU-markt voor diensten. Zie Grafiek 1.

Hieronder worden de gevolgen van de Economische en Monetaire Unie (EMU) uitvoeriger onderzocht aan de hand van verschillende empirische studies, teneinde de handelsscheppende effecten van de euro te onderscheiden van die van andere belangrijke ontwikkelingen tijdens het afgelopen decennium (inclusief, bijvoorbeeld, de voortdurende integratie van de EU en het aanhoudend snelle tempo van de globalisering).

HANDELSCHEPPENDE EFFECTEN VAN DE EURO OP DE GOEDERENHANDEL

Ceteris paribus zou de vorming van een monetaire unie de handel tussen de leden ervan stimuleren door de wisselkoersvolatiliteit uit te schakelen en daardoor de onzekerheid omtrent de rendementen en winsten ten gevolge van wisselkoersschommelingen weg te nemen. Naast de invloed op het gebied van de wisselkoersvolatiliteit zou de vorming van een monetaire en muntunie nog een extra impuls kunnen uitoefenen op de handel binnen die unie – het zogenoemde Rose-effect¹.

De laatste jaren is in toenemende mate empirisch onderzoek verricht naar de invloed van de euro

¹ Het "Rose-effect" is genoemd naar Andrew Rose, een econoom die voor het eerst stelde dat monetaire unies het handelsverkeer kunnen opvoeren tot boven het positieve effect dat het wegvallen van de wisselkoersvolatiliteit uitoefent. Rose Andrew K., 2000, "One money, one market: the effect of currency unions on trade", *Economic Policy* 30, pp.7-46.

De handel tussen de landen van het eurogebied ligt gemiddeld 2 tot 3% hoger dankzij de euro

op de goederenhandel, waarbij het effect op de diensten nog niet is gekwantificeerd omdat de benodigde gegevens schaars zijn. Algemeen wordt erkend dat de euro een positieve uitwerking heeft gehad op de handel in het eurogebied. Ramingen over de omvang van het effect leverden echter zeer heterogene resultaten op, voornamelijk wegens de toepassing van uiteenlopende analysemethoden. De economen lijken het er nu over eens te zijn dat de eenheidsmunt de groei van de handel van de landen uit het eurogebied met gemiddeld 2 tot 3 procentpunten heeft opgevoerd². Deze beoordeling strookt met de voorlopige aanwijzingen van Grafiek 1. Daarentegen is het mogelijk dat eerdere ramingen van grotere effecten enigszins opwaarts vertekend waren. Door het voorheen geringe aantal beschikbare waarnemingen voor de EMU-periode kon, tot voor kort, moeilijk een onderscheid worden gemaakt tussen de handelseffecten van de euro, de Europese interne markt en de algemene stijging van de handel van het eurogebied met de rest van de wereld.

Voor de afzonderlijke sectoren kwam het wegwerken, in de landen van het eurogebied, van de onzekerheid ten gevolge van wisselkoersschommelingen ten goede aan de handel voor alle takken van de industrie. Daarentegen komt het Rose-effect, dat is de extra impuls die voortvloeit uit de invoering van een eenheidsmunt, hoofdzakelijk tot uiting voor machines en voor zeer gedifferentieerde consumptiegoederen zoals voedingsmiddelen en aanverwante producten³. De meeste van die bedrijfstakken hebben te kampen met hoge markttoetredingskosten wanneer ze besluiten om te beginnen uitvoeren, wat doet vermoeden dat een vermindering van dergelijke kosten een kanaal is waarlangs de euro kan hebben bijgedragen tot de handelsstromen in het eurogebied.

Voortdurende analyse van de uitvoer door bedrijven ondersteunt dat standpunt; ze wijst erop dat de euro voornamelijk het aantal uitgevoerde producten en assortimenten binnen het eurogebied hielp verhogen in plaats van het volume van de reeds vóór 1999 uitgevoerde artikelen op te voeren. Bovendien kan de eenheidsmunt het handelsverkeer ook hebben beïnvloed door het prijszettingsgedrag van de exporteurs van het eurogebied te veranderen. Uit de beschikbare gegevens blijkt dat, na de invoering van de euro, de prikkel voor de ondernemingen om de markten binnen het eurogebied te segmenteren door landenspecifieke prijzen toe te passen, minder sterk werd⁴. Daarnaast heeft de euro ook bijgedragen tot prijsconvergentie tussen de lidstaten van het eurogebied⁵. Al met al lijkt de euro de transactiekosten en de vaste kosten van de bedrijven in het eurogebied te hebben verminderd, waarbij de besparingen deels aan de consumenten werden doorgegeven, via lagere handelsprijzen.

DE EURO EN HET CONCURRENTIEVERMOGEN VAN HET EUROGEBIED

In verband met de invloed van de EMU op de concurrentiekracht van de bedrijven van het eurogebied en hun vermogen om op de wereldmarkten een toonaangevende rol te spelen, geeft recent onderzoek aan dat de euro heeft bijgedragen tot een scherper concurrentievermogen van de bedrijven, door de handel van de landen van het eurogebied te vergemakkelijken en de inte-

De euro kan hebben geleid tot kostenverlagingen voor de bedrijven in het eurogebied en tot lagere prijzen voor verhandelde goederen

De euro maakte de bedrijven meer concurrerend

- 2 Zie bijvoorbeeld Bun M. en Klassen F. (2007) "The euro effect on trade is not as large as commonly thought", Oxford Bulletin of Economics and Statistics, Vol. 69, 4.
- 3 Voor resultaten van sectorale studies, zie bijvoorbeeld Baldwin R., Skudelny F. en Taglioni D. (2005) "The Effect of the Euro: Evidence from Sectoral Studies", ECB Working Paper n° 446; De Nardis S., De Santis R. en Vicarelli C. (2007) "The single currency's effects on eurozone sectoral trade: winners and losers?", ISAE.
- 4 Zie bijvoorbeeld Berthou A. en Fontagné L. (2008) "The Euro and the Intensive and Extensive Margins of Trade: Evidence from French Firm Level Data", CEPII; ook Méjean I. en Schwellnus C. (2007) "Does European Integration have an Effect on the Pricing Behaviour of French Exporters?", CEPII.
- 5 Zie bijvoorbeeld Allington N., Kattuman P. en Waldman F. (2005) "One market, one money, one price?", Journal of Central Banking, pp. 73-115.

gratie van de gemeenschappelijke markt van de EU in de hand te werken. De landen van het eurogebied worden beschouwd als betere uitvoerbasissen, die een groter aantal bedrijven uit aangrenzende landen aantrekken. Een ruimer en meer geïntegreerd eurogebied stelt de bedrijven niet alleen in staat op grotere schaal te werken tegen afnemende marginale kosten, maar gaat doorgaans ook gepaard met een hardere concurrentie en, derhalve, een rijkere variëteit aan producten, een hogere productiviteit en lagere prijzen⁶.

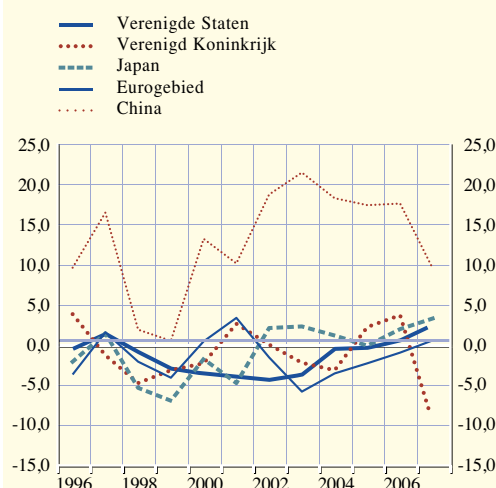
De euro heeft dus – bij overigens gelijkblijvende omstandigheden – de efficiëntie in het eurogebied bevorderd, door het gebied beter in staat te stellen te concurreren op de wereldmarkten. De invloed op de landen van het eurogebied kan echter uiteenlopen als gevolg van verschillen in de kwaliteit van de instellingen en in de toegang tot technologie, onderzoek en ontwikkeling.

Tegen die achtergrond van grotere concurrentie binnen het eurogebied leidde de wereldwijde opkomst van kostenconcurrerende landen als belangrijke exporteurs ook tot een hogere externe concurrentie voor de lidstaten van het eurogebied⁷. Tijdens het laatste decennium verhoogde China bijvoorbeeld zijn marktaandeel in de werelduitvoer in een gemiddeld tempo van bijna 13% per jaar (zie Grafiek 2). Dit lijkt de tegenhanger te zijn van het afnemende marktaandeel van de uitvoer van het eurogebied (1,7% per jaar) en van de overige belangrijke handelslanden tijdens dezelfde periode (met jaarlijkse dalingen van 1,2 tot 1,7%). De verliezen voor het eurogebied waren echter niet overal gelijk. Er zijn verschillen merkbaar tussen afzonderlijke economieën van het eurogebied, met Ierland en Duitsland als opvallende uitzondering, aangezien hun marktaandeel tijdens het afgelopen decennium groter werd. Voorts waren er verschillen over de jaren, waarbij de grootste verliezen zich voordeden in de periode 2002-2004, die overeenstemde met de toetreding van China tot de Wereldhandelsorganisatie.

De verliezen aan marktaandeel van de uitvoer van het eurogebied zijn deels een mechanische aanpassing aan de opkomst van de nieuwe lagere-inkomensconcurrenten. Tot op zekere hoogte kunnen ze evenwel ook de exportspecialisatie van het eurogebied weerspiegelen. In het bijzonder lijken sommige lidstaten van het eurogebied ietwat té sterk gericht op arbeidsintensieve sectoren waarin de opkomende economieën beschikken over een relatief comparatief voordeel.

Grafiek 2 Mutaties per jaar in de marktaandelen van de uitvoer: euro gebied, Verenigd Koninkrijk, Verenigde Staten, Japan en China

(volume, procentpunten)



Bron: berekeningen van de ECB.

Toelichting: De veranderingen in de marktaandelen van de uitvoer worden berekend als het verschil tussen de jaarlijkse groei van de uitvoer en de buitenlandse vraag (waarbij de buitenlandse vraag wordt gedefinieerd als een landenspecifieke, op basis van de uitvoer gewogen som van de invoervolumes van goederen en diensten). De laatste waarneming heeft betrekking op 2007.

De landen van het eurogebied hebben wereldwijd te kampen met een hogere kostenconcurrentie

Grotere marktaandelen voor het eurogebied in de segmenten van de hoogwaardige en traditionele goederen

6 Ottaviano G., Taglioni D. en di Mauro F. (2007) "Deeper, Wider and More Competitive? Monetary Integration, Eastern Enlargement and Competitiveness in the European Union", ECB Working Paper n° 847.

7 Zie bijvoorbeeld ECB Maandbericht januari (2008) "Globalisation, trade and the euro area macroeconomy", en di Mauro F. en Anderton R., (2007) "The external dimension of the euro area: assessing the linkages", Cambridge University Press.

Positiever is dat volgens recente analyses het eurogebied en de overige lidstaten van de EU in het afgelopen decennium ook aan marktaandeel wonden in de duurere en hoogwaardige segmenten van gevestigde bedrijfstakken en producten, wat contrasteert met hun relatief zwakkere resultaten in andere uitvoercategorieën⁸.

5.2 INTERNATIONALE KAPITAALSTROMEN

Ook uit financieel oogpunt is het eurogebied relatief open; de internationale activa en passiva kwamen in 2006 boven 150% bbp uit, tegen nagenoeg 115% voor de Verenigde Staten en 90% voor Japan. Bovendien is de externe financiële openheid van het eurogebied de afgelopen jaren aanzienlijk toegenomen; tijdens de periode 1999-2006 stegen de externe activa en passiva met zowat 60% bbp.

De afzonderlijke landen van het eurogebied zijn veel meer open dan het eurogebied in zijn geheel, gelet op de omvangrijke buitenlandse directe investeringen (BDI) en de portefeuilleactiviteit die eveneens plaatsvond tussen de lidstaten van het eurogebied. De landen van het eurogebied - hetzij als ontvangers van beleggingen, hetzij als beleggingsbronnen - tekenden van 2000 tot 2005 bijvoorbeeld voor maar liefst 57% van de mondiale BDI-stromen. Tegelijkertijd hielden de ingezetenen van het eurogebied tijdens de periode 2001 tot 2006 respectievelijk 34 en 44% van de mondiale internationale aandelen- en obligatieportefeuilles aan. Aangezien het bbp van het eurogebied slechts ongeveer een vierde van het mondiale bbp uitmaakt, wijzen die gestileerde feiten erop dat de euro een belangrijke rol kan hebben gespeeld in dat kapitaalverkeer, in het bijzonder tussen de landen van het eurogebied.

In de volgende twee paragrafen worden de mogelijke effecten toegelicht van de euro op de BDI, de fusie- en overnameactiviteit en het effectenverkeer.

IMPACT VAN DE EMU OP DE BUITENLANDSE DIRECTE INVESTERINGEN EN DE FUSIES EN OVERNAMES

Bedrijven kunnen uitbreiden in het buitenland door fysieke investeringen te verrichten in een ander land of door fusies aan te gaan of door een bestaand buitenlands bedrijf over te nemen. Buitenlandse directe investeringen kunnen een bedrijf dan ook nieuwe markten en marketingkanalen bezorgen, alsook toegang tot nieuwe technologie, producten en bekwaamheden geven. Voor een gastland of het buitenlands bedrijf dat de investeringen ontvangt, kunnen ze een bron zijn van nieuwe technologie, kapitaal, procedés, producten, organisatietechnologie en managementexpertise en kunnen ze als dusdanig de economische ontwikkeling fors stimuleren. Al met al kunnen BDI de doelmatigheid zowel in de thuis- als in de gastlanden verhogen.

De Europese economische en financiële integratie lijkt een aantrekkingspool te zijn geweest voor buitenlandse directe investeringen, met name in de verwerkende nijverheid, terwijl een toenemend gedeelte van de BDI-stromen plaatsvindt tussen de landen van het eurogebied. Het gedeelte BDI-stromen binnen het eurogebied ten opzichte van de totale buitenlandse investeringen van het eurogebied steeg van 35% in 1999 tot 45% in 2006 (zie Grafiek 3). Ook het bedrag van de buitenlandse directe investeringen laat een positieve tendens optekenen, want het bedrag

Uit financieel oogpunt is het eurogebied "open", vooral sinds de invoering van de euro

Sterke stijging van de BDI-stromen tussen de landen van het eurogebied sinds 1999...

⁸ Fontagné L., Gaulier G. en Zignago S., (2008) "Specialization Across Varieties and North-South Competition", Economic Policy, Vol. 23 issue 53, pp. 51-91.

...vooral door fusies en overnames in de verwerkende nijverheid

van de buitenlandse directe investeringen binnen het eurogebied in verhouding tot het totale BDI-bedrag van het eurogebied nam toe van nagenoeg 43% in 1999 tot 45% in 2006.

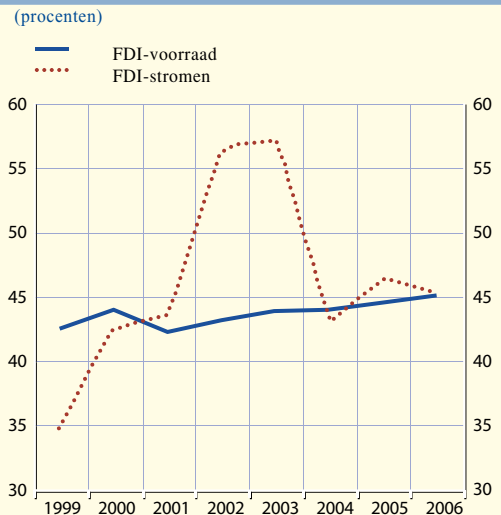
Aangezien de meeste buitenlandse directe investeringen de vorm aannemen van fusies en overnames, waarbij de landen van de EU-15 en de Verenigde Staten de grootste spelers zijn, verstrekken de grensoverschrijdende fusies en overnames aanvullende informatie over de impact van de euro op de buitenlandse directe investeringen.

De grensoverschrijdende fusies en overnames in de verwerkende industrie binnen het eurogebied in verhouding tot de totale grensoverschrijdende fusies en overnames in die sector namen toe van 20% tijdens de zes jaar vóór de EMU (1993-1998) tot 35% gedurende de periode van zes jaar na de EMU (1999 tot 2004). Ook steeg het aantal fusies van industriële ondernemingen uit Canada, Japan, Noorwegen en de Verenigde Staten met bedrijven uit het eurogebied. Wat de dienstensector betreft, daarentegen, liep het aandeel van de fusies en overnames binnen het eurogebied tijdens dezelfde periode terug van 37% tot 27%, terwijl het door andere landen in activa van het eurogebied belegde percentage voor fusies en overnames is toegenomen (zie Grafiek 4).

De hamvraag is of de EMU een rol speelde in dergelijke ontwikkelingen. Naast de afschaffing van het wisselkoersrisico, zijn een aantal van de mechanismen die als gevolg van de invoering van de euro de buitenlandse directe investeringen mogelijk hebben aangewakkerd: (i) de vermindering van de transactiekosten en de vaste kosten, (ii) de vermindering van de kosten voor zowel aandelenkapitaal als obligatie- en bankfinanciering, en (iii) de invloed van de handel op de buitenlandse directe investeringen, voor zover er een onderling verband bestaat tussen BDI-stromen binnen en buiten het eurogebied en de handel. Al die factoren kunnen de herschikking van het kapitaal tussen de landen van het eurogebied in de hand hebben gewerkt.

In verschillende empirische studies werd de impact van de euro op de buitenlandse directe investeringen nagegaan⁹. De resultaten wijzen erop dat de euro de buitenlandse directe investeringen in de landen van het eurogebied heeft doen toenemen en zulks bovenop de positieve effecten als gevolg van de Europese interne markt. Al met al lijkt het gemiddelde positieve effect op de geaggregeerde BDI-stromen binnen het eurogebied ongeveer 15% te zijn, terwijl de impact van de euro op de BDI-stromen van buiten het eurogebied naar landen van het eurogebied zowat 7% bedraagt. Die resultaten stroken met wat blijkt uit Grafiek 3.

Grafiek 3 FDI binnen het eurogebied in verhouding tot de totale FDI van het eurogebied, 1999-2006



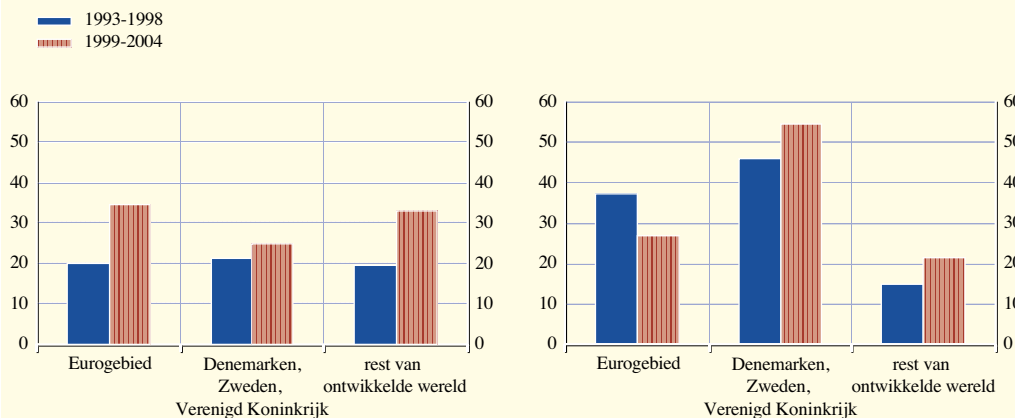
Bron: ECB.
Toelichting: De FDI-instroom (voorraaden) binnen het eurogebied plus de FDI-uitstroom (voorraaden) binnen het eurogebied in procenten van tweemaal de totale FDI-stromen (voorraaden) van het eurogebied.

BDI-stromen binnen het euro-gebied naar raming ongeveer 15% groter als gevolg van de euro

⁹ Zie bijvoorbeeld Petroulas P., 2007, "The effect of the euro on foreign direct investment", *European Economic Review*, 51: 1468-1491; Schiavo S., 2007, "Common currencies and FDI flows", *Oxford Economic Papers*, 59: 536-560; De Sousa J. en Lochard J., 2006, "Does the single currency affect FDI? A gravity-like approach", University of Paris 1, mimeo; Flam H. en Nordström H., 2007, "The Euro and Single Market Impact on Trade and FDI", 2007, Institute for International Economic Studies, Stockholm University, mimeo.

Grafiek 4 Grensoverschrijdende fusies en overnames in de verwerkende industrie en de diensten waarbij in het eurogebied activa worden aangekocht (1993-2004)

(procenten)



Bron: Thomson Financial.

Toelichting: "Eurogebied" is de verhouding tussen grensoverschrijdende fusies en overnames binnen het eurogebied en de som van grensoverschrijdende fusies en overnames binnen en buiten het eurogebied. "Denemarken, Zweden en het VK" is de verhouding tussen de fusies en overnames van Denemarken, Zweden en het VK t.o.v. de bedrijven van het eurogebied gedeeld door hun totale grensoverschrijdende fusies en overnames. "Rest van de ontwikkelde wereld" is de verhouding tussen de fusies en overnames van Canada, Japan, Noorwegen en de Verenigde Staten t.o.v. de bedrijven van het eurogebied gedeeld door hun totale grensoverschrijdende fusies en overnames.

De euro lijkt het grootste effect te hebben gesorteerd in de verwerkende nijverheid. Ramingen duiden erop dat de euro de grensoverschrijdende fusies en overnames in de verwerkende nijverheid binnen het eurogebied met gemiddeld zowat 160% heeft doen toenemen¹⁰. Bovendien is het aantal fusies en overnames in het eurogebied uitgaande van landen buiten het eurogebied ten opzichte van landen binnen het eurogebied door de introductie van de euro met ongeveer 80% gestegen. De sectoren die de grootste groei lieten optekenen in het eurogebied in vergelijking met de externe buitenlandse directe investeringen in het eurogebied zijn chemische producten en aardolie, steenkool, producten van rubber en kunststof, en transportmiddelen. Omgekeerd is het aantal fusies in de sector machines en uitrustingsgoederen van het eurogebied eigenlijk teruggelopen.

Wat de diensten betreft, lijkt het effect van de euro op grensoverschrijdende fusies en overnames naar raming miniem, wat erop wijst dat dergelijke activiteiten mogelijk negatief beïnvloed zijn door belemmeringen voor de grensoverschrijdende handel in diensten en productenmarktregulering in het doeland¹¹. Die resultaten zijn in overeenstemming met Grafiek 4 en met de gematigde groei opgetekend in de handel in diensten binnen het eurogebied ten opzichte van de handel buiten het eurogebied.

¹⁰ Zie Coeurdacier N., De Santis R.A. en Aviat A., 2008, "Cross-border mergers and acquisitions: Institutional and financial forces" (paper voorgesteld op de 47ste Economic Policy Panel meeting in Ljubljana, april 2008). Die ramingen stroken met andere studies betreffende de totale BDI, aangezien de grensoverschrijdende fusies en overnames in de verwerkende nijverheid tussen ontwikkelde landen slechts ongeveer 30% van hun totale grensoverschrijdende activiteit uitmaken en er geen rekening wordt gehouden met een aantal categorieën van de totale BDI, zoals investeringen in nieuwe projecten, herinvestering van winsten en intragroepsleningen.

¹¹ Aangezien de regelgeving inzake de diensten nog steeds onder de afzonderlijke lidstaten van de EU ressorteert, blijft de interne markt voor diensten in de EU tot dusver zeer versnipperd. Beperkingen betreffende de diensten kunnen dan ook de investeringsbeslissingen van de ondernemers hebben ingeperkt en daarbij de doelmatige allocatie van vermogen op internationaal vlak en in het eurogebied hebben beïnvloed.

IMPACT VAN DE EMU OP HET GRENSOVERSCHRIJDENDE EFFECTENVERKEER

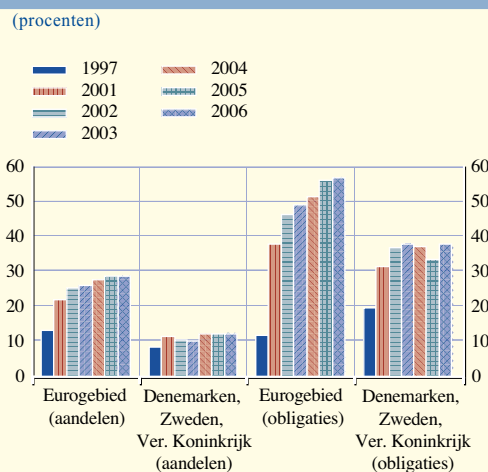
Individueel vermogen neemt vaak de vorm aan van effectenverkeer in aandelen, dat zijn investeringen in individuele bedrijven, obligaties, namelijk beleggingen in schuldbewijzen met de bedoeling rente te verwerven, en beleggingsfondsen, dat zijn in wezen pools die door vakmensen namens de beleggers worden beheerd. Indien dergelijke instrumenten worden uitgegeven in een ander land dan dat waarvan de belegger een ingezetene is, is de investering van grensoverschrijdende aard en, inter alia, onderhevig aan een wisselkoersrisico.

De euro heeft het grensoverschrijdende effectenverkeer tussen de landen van het eurogebied gestimuleerd door de opheffing van het wisselkoersrisico en de bevordering van het tot stand komen van gemeenschappelijke handelsplatforms (b.v. de oprichting van Euronext via de grensoverschrijdende fusie van de beurzen van Amsterdam, Brussel en Parijs) en de integratie van de post-transactie infrastructuur, die allemaal de belemmeringen voor het effectenverkeer verder hebben vermindert.

In de meeste landen zijn de vermogensfondsen vaak onderhevig aan enige vorm van beperking op het niveau van de niet-binnenlandse beleggingen. Er worden bijvoorbeeld valuta-afstemmingsregels voor vermogensfondsen bepaald om ervoor te zorgen dat het wisselkoersrisico wordt verkleind. Sinds de invoering van de euro in januari 1999, is de valuta-afstemmingsregel binnen het eurogebied verschoven van de nationale valuta's naar de euro. De daaruit voortvloeiende grotere flexibiliteit maakte, door de aankoop van meer niet-binnenlandse activa van het eurogebied, een betere diversificatie mogelijk van het beleggingsrisico van de portefeuilles van de afzonderlijke landen in het eurogebied.

In feite namen de in het eurogebied aangehouden portefeuilleactiva van het eurogebied in verhouding tot de door de ingezetenen van het eurogebied in totaal aangehouden internationale activa tijdens de periode 1997-2006 aanmerkelijk toe: met 16 procentpunten voor aandelen en met 46 procentpunten voor vastrentende effecten (zie Grafiek 5). Bovendien vermeerderden alle belangrijke regio's van de wereld, en Denemarken, Zweden en het VK, tijdens die periode hun aangehouden activa van het eurogebied (ten opzichte van hun internationale portefeuille), zij het in mindere mate. Zulks duidt erop dat de euro de effectentransacties tussen de landen van het eurogebied mogelijkwerijs fors heeft gestimuleerd.

Grafiek 5 Aangehouden portefeuilleactiva ten opzichte van de totale internationale portefeuilleactiva, 1997-2006



Bronnen: BIB, IMF, Thomson Datastream, berekeningen van de ECB.

Toelichting: "Eurogebied" staat voor de grensoverschrijdende activa (aandelen of obligaties) binnen het eurogebied gedeeld door de som van de grensoverschrijdende activa (aandelen of obligaties) binnen en buiten het eurogebied. "Denemarken, Zweden en het VK" staat voor de door Denemarken, Zweden en het VK aangehouden activa van het eurogebied (aandelen of obligaties) gedeeld door hun totale grensoverschrijdende activa (aandelen of obligaties).

Sterke stijging van het grensoverschrijdende effectenverkeer in het eurogebied sinds 1999 ...

... ook als gevolg van het opheffen van beperkingen op niet-binnenlandse beleggingen

Er kunnen vele redenen zijn waarom de portefeuilleherschikking naar het eurogebied sinds de invoering van de euro heeft plaatsgevonden, b.v. de afschaffing van het wisselkoersrisico tussen de landen van het eurogebied, de opheffing van de technische handelsbarrières, de diversificatievoordelen als gevolg van het aanhouden van een breed scala van buitenlandse activa en het feit dat de in 1998 internationaal aangehouden activa van het eurogebied de door economische principes aangegeven optimale niveaus reeds onderschreden¹². Empirische schattingen ondersteunen de visie dat de invoering van de euro een cruciale rol heeft gespeeld bij de herschikking van de portefeuilles tussen de landen wereldwijd alsook tussen de landen van het eurogebied. Na correctie voor de hierboven vermelde variabelen, werd de totale impact van de euro op de bilaterale transacties tussen de afzonderlijke landen van het eurogebied geraamd op een stijging met 3,5% in aandelen en met 4,2% in obligaties en notes van hun respectieve totale internationale activa¹³. Bovendien hebben de niet-eurolanden hun relatieve investeringen in obligaties en notes van het eurogebied, gemiddeld beschouwd, opgevoerd. Die resultaten lijken in overeenstemming te zijn met het verloop dat blijkt uit Grafiek 5.

Al met al bevorderde de euro het kapitaalverkeer tussen de lidstaten van het eurogebied en maakte daarbij een betere diversificatie van de beleggings- en consumptierisico's mogelijk.

5.3 DE INTERNATIONALE ROL VAN DE EURO

Een derde internationale dimensie van de euro houdt verband met het gebruik ervan buiten het eurogebied. Hoewel de gemeenschappelijke munt werd ingevoerd ten voordele van de bevolking van het eurogebied, heeft het gebruik ervan ook gevolgen voor bedrijven en mensen buiten het eurogebied. Huishoudens, ondernemingen en overheden buiten het eurogebied kunnen ervoor kiezen de euro te gebruiken voor een groot gedeelte van hun dagelijkse economische en financiële transacties. Ze kunnen euromuntstukken en -bankbiljetten aanhouden. Ze kunnen in euro luidende bankrekeningen openen of bankkredieten in euro afsluiten. Ze kunnen financiële instrumenten in euro uitgeven, zoals obligaties en notes. Ze kunnen internationaal in euro factureren en betalen. Overheden in derde landen kunnen de euro ook kiezen als anker voor hun wisselkoersstelsel of besluiten een gedeelte van hun valutareserves in euro te beleggen.

Vanuit beleidsoogpunt neemt het Eurosysteem een neutraal standpunt in ten aanzien van het internationale gebruik van de euro. Het streeft niet naar de internationalisering van de euro als beleidsdoelstelling en het wil het gebruik ervan door niet-ingezetenen van het eurogebied noch stimuleren, noch tegengaan. Het gebruik van de munt buiten de grenzen van het eurogebied is het resultaat van economische en financiële ontwikkelingen op basis van vrije beslissingen van particulieren (en soms van overheden) en dat moet ook zo blijven. In een geglobaliseerde wereld met sterk geïntegreerde, marktgestuurde financiële stelsels hebben de beleidsmakers overigens weinig invloed op de internationalisering van een valuta, zelfs als ze dat zouden willen. De verdieping van de financiële markten, het stimuleren van de integratie van de financiële markten en het streven naar prijsstabiliteit zijn voorbeelden van beleidsopties die het gebruik van een valuta in het buitenland indirect kunnen bevorderen. Het gebruik van een valuta als reservevaluta, bij-

De euro heeft het effectenverkeer tussen de afzonderlijke landen van het euro-gebied doen toenemen

De euro wordt buiten het eurogebied op grote schaal gebruikt

Het gebruik van de euro door niet-ingezetenen is geen beleidsdoel voor het Eurosysteem

12 Andere factoren die de herschikking van de portefeuilles wereldwijd kunnen hebben beïnvloed, zijn: de verwachte rendementen en volatiliteit van de activa in de verschillende economieën, de tendens om in binnenlandse activa te investeren (namelijk de voorkeur voor dergelijke activa of "home bias" van de landen), de verwachte economische groei, het institutionele kader, de patronen die de vergrijzing in de landen vertonen, de bilaterale handelsintensiteit, de culturele bindingen, enz.

13 De Santis R. en Gerard B., (2006), "Financial integration, international portfolio choice and the European Monetary Union", ECB Working Paper Series, n° 626. De Santis R. (2006), "The geography of international portfolio flows, international CAPM and the role of monetary policy frameworks", ECB Working Paper Series, n° 678.

voorbeeld, lijkt met dergelijke beleidsopties verband te houden¹⁴. Het is echter evenzeer duidelijk dat deze beleidsvoorkeuren veeleer voor binnenlands dan voor internationaal gebruik bedoeld zijn.

Het neutrale beleid van het Eurosysteem ten opzichte van de internationale rol van de euro getuigt niet van een gebrek aan belangstelling. Sedert 2001 bestudeert en beoordeelt de ECB de internationale rol van de euro en publiceert ze haar belangrijkste bevindingen hieromtrent in jaarlijkse rapporten. Vanwaar die voortdurende aandacht? Een van de redenen is dat het gebruik van de eenheidsmunt buiten het eurogebied gevolgen kan hebben voor de transmissie van het monetaire beleid en voor het informatiegehalte van de indicatoren die in de monetaire-beleidsstrategie worden gebruikt. Een andere reden is dat de internationale rol van de euro de transmissie van wereldwijde financiële en wisselkoersschokken naar het eurogebied zou kunnen beïnvloeden. Dankzij het onderzoekswerk van de ECB omtrent de internationale rol van de euro, tot slot, beschikken het publiek en de academici die belangstelling hebben voor internationale valuta's, over een unieke en steeds grotere gegevensreeks betreffende het gebruik van de euro door niet-ingezetenen.

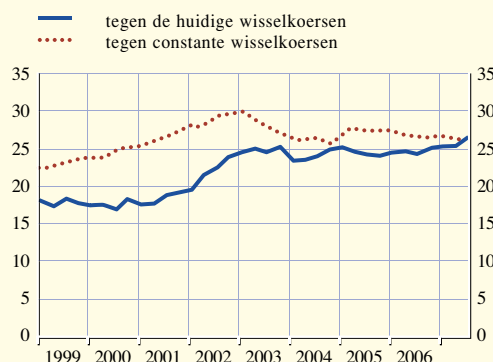
In de jaarlijkse rapporten over de internationale rol van de euro tekenen zich drie belangrijke tendensen af. Ten eerste is de rol van de euro op de internationale markten met de jaren ietwat belangrijker geworden. Dat proces verloopt echter zeer geleidelijk en lijkt in bepaalde marktsegmenten te zijn afgevlakt. Ten tweede wordt de internationale dimensie ook voor een deel bepaald door het eurogebied zelf. Ten derde is deze rol geografisch geconcentreerd in de regio's dicht bij het eurogebied.

14 Zie Chinn M. en Frankel J., (2006), "Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency?", in *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, Richard Clarida (ed.), The University of Chicago Press, Chicago, en Chinn M. en Frankel J., (2008), "The Euro May over the Next 15 years Surpass the Dollar as Leading International Currency", NBER Working Paper n° 13909, april 2008.

De ECB volgt de internationale rol van de euro op de voet

Grafiek 6 Aandeel van de euro in de mondiale deviezenreserves

(procenten van toegewezen reserves)

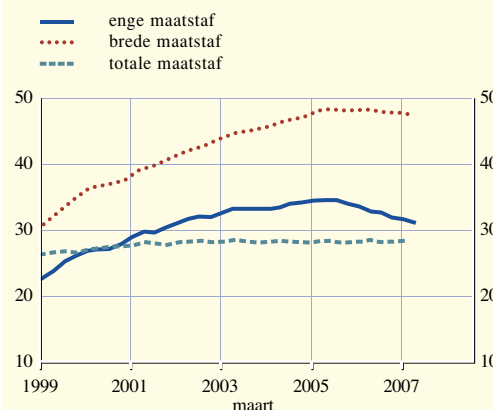


Bronnen: IMF/COFER-gegevensbank en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De aandelen in constante wisselkoersen zijn weergegeven in de wisselkoersen van het derde kwartaal van 2007.

Grafiek 7 Aandeel van de euro in het uitstaande bedrag aan internationale schuldbewijzen

(in procenten tegen constante wisselkoersen)



Bronnen: BIB en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De aandelen in constante wisselkoersen zijn weergegeven in de wisselkoersen van het derde kwartaal van 2007. De enge maatstaf van de internationale schuldbewijzen wordt omschreven als de emissie van obligaties en notes, alsook van geldmarktinstrumenten, in een andere valuta dan de binnenlandse valuta van de debiteur. In de ruimere maatstaf komt daar de emissie van schuldbewijzen in de binnenlandse valuta van de debiteur bij, op voorwaarde dat deze emissie gericht is op de internationale financiële markt. De totale maatstaf omvat, naast de ruim gedefinieerde emissie, alle binnenlandse emissies die gericht zijn op de binnenlandse markt. Voor een uitvoeriger bespreking van deze definities, zie de ECB-publicatie met als titel "Review of the International Role of the Euro", juni 2007.

Uitstaand volume van internationale obligaties en notes naar regio

(percentages, 2007 Q2)

	Euro-gebied	Denemarken, Zweden, Verenigd Koninkrijk	Nieuwe lidstaten	Niet-EU Europa	Noord-Amerika	Azië & Stille Oceaan	Latijns-Amerika	Offshore centra	Internationale organisaties	Overig
EUR		44,7	3,1	3,8	23,6	5,5	2,0	10,0	6,3	1,0
USD	23,7	19,0	0,3	2,4	4,9	10,8	6,6	23,1	5,0	4,2
JPY	30,0	12,7	1,2	2,9	18,6	4,9	0,6	21,1	7,6	0,5

Van bij de start in 1999 was de euro “internationaal”, gewoon omdat hij elf bestaande valuta’s verving. Als opvolger van de Duitse mark en de Franse frank werd de euro door de centrale banken onmiddellijk als reservevaluta gebruikt en door sommige landen als anker voor hun wisselkoersbeleid. De internationale rol van de euro is deze nalatenschap echter ontgroeid. Het huidige aandeel van de euro in de officiële reserves wereldwijd, bijvoorbeeld, is groter dan het aandeel van de som van alle door de euro vervangen valuta’s – met name de Duitse mark - in de officiële reserves van eind 1998, dat ongeveer 18% beliep. Volgens het IMF is het aandeel van de euro in de mondiale deviezenreserves waarvan de valutasamenstelling bekend is, tijdens de eerste vijf jaar van de Economische en Monetaire Unie tot ongeveer 25% verruimd. Sedertdien is het aandeel van de euro relatief stabiel gebleven (Grafiek 6). Als reactie op het gebruik van de euro als internationale reservevaluta, voerde het Eurosysteem in januari 2005 een kader in voor de diensten inzake reservebeheer, bestemd voor centrale banken en monetaire autoriteiten van buiten het eurogebied, alsook voor internationale organisaties.

Een tweede kenmerk van de internationale rol van de euro is dat die gedeeltelijk wordt bepaald door het eurogebied zelf. De binnenlandse gebruikers van de euro, dat wil zeggen de burgers van het eurogebied, beïnvloeden met andere woorden ook de internationale status van hun munt. Zo bijvoorbeeld geven debiteuren buiten het eurogebied steeds vaker obligaties in euro uit. Het aandeel van de euro in de “enge definitie” van de internationale schuldbewijzen, dat wil zeggen ongerekend binnenlandse valuta-uitgifte, steeg tot ongeveer 31% (Grafiek 7) in juni 2007. Deze obligaties werden echter niet hoofdzakelijk door beleggers buiten het eurogebied gekocht. Meer dan de helft van deze in euro luidende effecten die worden uitgegeven door niet-ingezetenen, is immers bestemd voor en wordt gekocht door beleggers in het eurogebied.

Het laatste en misschien meest typische kenmerk van de internationale rol van de euro is het regionale karakter ervan. Op de internationale financiële markten, bijvoorbeeld, is het vanzelfsprekend dat de landen dicht bij het eurogebied voor de euro kiezen als financieringsvaluta. Zo vertegenwoordigen emittenten uit Denemarken, Zweden en het Verenigd Koninkrijk een significant gedeelte van de door niet-ingezetenen uitgegeven schuldbewijzen in euro (zie tabel) en voert de Londense City, als belangrijk internationaal financieel centrum, transacties uit in euro, naast die in Amerikaanse dollar¹⁵. Ook alle landen die een aan de euro gekoppeld wisselkoersbeleid voeren, liggen in de buurt van het eurogebied. De graad van geldsubstitutie, tot slot, is het hoogst in de nieuwe, niet tot het eurogebied behorende EU-lidstaten, alsook in de kandidaat-lidstaten en de potentiële kandidaat-lidstaten in Zuidoost-Europa (Grafiek 8). In dat verband heeft het Eurosysteem beklemtoond dat een unilaterale invoering van de eenheidsmunt door middel van een “euroïsering” buiten het kader van het Verdrag, zou indruisen tegen de

Buitenlandse rol van de euro wordt belangrijker, zij het geleidelijk

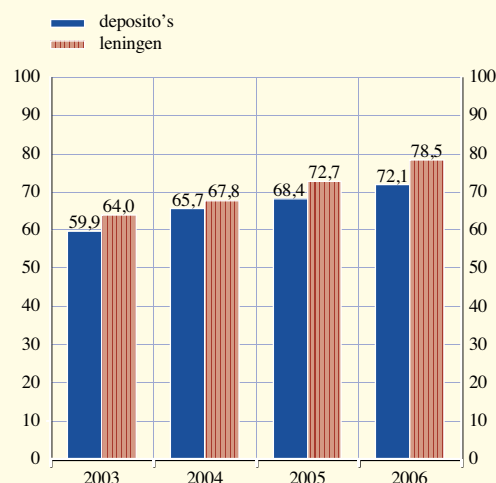
Ingezetenen van het eurogebied beïnvloeden ook de internationale rol

De internationale rol van de euro is geografisch geconcentreerd in de buurt van het eurogebied

15 De rol van de euro in de Londense City wordt geanalyseerd in ECB (2003), Review of the International Role of the Euro, december.

Grafiek 8 In euro's luidende deposito's/leningen in Centraal-, Oost- en Zuidoost-Europa

(procenten van toegewezen reserves)



Bronnen: Nationale centrale banken en berekeningen van de ECB.

Toelichting: Niet-gewogen gemiddelde voor Albanië, Bosnië en Herzegovina, Kroatië, Tsjechië, Estland, Hongarije, Letland, de voormalige Joegoslavische Republiek Macedonië, Servië, Slowakije en Turkije. Voor Bosnië en Herzegovina omvatten de gegevens tot eind 2004 geen leningen geïndexeerd aan de euro.

economische redenering die ten grondslag ligt aan de Economische en Monetaire Unie. Deze redenering ziet de uiteindelijke invoering van de euro als het eindpunt van een gestructureerd convergentieproces binnen een multilateraal kader¹⁶. De ECB heeft tevens grondig onderzoek verricht naar de determinanten van de stijging van de kredietopneming in vreemde valuta in Centraal-, Oost- en Zuidoost-Europa¹⁷ en het Eurosysteem volgt op de voet in welke mate deze kredietopneming de financiële stabiliteit in die landen kan beïnvloeden¹⁸.

Het regionale karakter van het internationale gebruik van de euro weerspiegelt een combinatie van historische, institutionele en economische factoren. Historisch gezien, bouwde de euro voort op een lange traditie van de nationale valuta's die hij verving, voornamelijk de Duitse mark, als een valuta die op grote schaal werd gebruikt in bepaalde delen van het Europese continent en de omliggende gebieden. In veel van de landen rond het eurogebied is een institutionele ontwikkeling aan de gang in de richting van de invoering van de euro.

Dat geldt voor de niet tot het eurogebied behorende lidstaten zonder "opt out"-clausule, die naar verwachting op een gegeven ogenblik tot het eurogebied zullen toetreden. Het geldt evenzeer voor de kandidaat-lidstaten die zich op de middellange tot lange termijn bij de Europese Unie zouden aansluiten en uiteindelijk de euro zouden invoeren. In economisch opzicht is het eurogebied een belangrijke handels- en financiële partner voor de landen in kwestie. Of het voor deze landen zinvol is om in een vroeg stadium van het convergentieproces een beleid van vaste wisselkoersen ten opzichte van de euro te voeren, is echter sterk afhankelijk van de situatie van elk land afzonderlijk. Aangezien het convergentieproces gepaard gaat met een tendens naar een reële appreciatie van de wisselkoers door de tijd heen, hebben verschillende landen ervoor gekozen hun monetaire beleid op binnenlandse prijsstabiliteit te richten, terwijl ze hun nominale wisselkoers in waarde laten stijgen in verhouding tot de euro.

5.4 INTERNATIONALE SAMENWERKING

De ECB onderhoudt nauwe banden met centrale banken en organisaties buiten het eurogebied. Deze internationale samenwerking verloopt zowel via multilaterale instellingen als via bilaterale contacten. De internationale samenwerkingsactiviteiten van de ECB dragen bij tot haar

16 Zie ECB (2003), Beleidslijn van de Raad van Bestuur van de Europese Centrale Bank inzake wisselkoersaangelegenheden betreffende de toetredende landen, december.

17 Een gedetailleerde analyse van de geldsubstitutie in Centraal-, Oost- en Zuidoost-Europa is te vinden in ECB (2007), Review of the International Role of the Euro, juni.

18 Zie bijvoorbeeld ECB (2006), Macroeconomic and Financial Stability Challenges for Acceding and Candidate Countries, Occasional Paper Series, n° 48, juli.

analyse van de economische en financiële ontwikkelingen buiten het eurogebied. Internationale ontmoetingen vormen een platform voor een informatie-uitwisseling over recente ontwikkelingen, economische vooruitzichten en uitdagingen met betrekking tot het economische beleid buiten het eurogebied.

Het Eurosysteem heeft een aantal instrumenten ontwikkeld om zijn samenwerking met de belangrijkste centrale banken in de wereld te intensiveren. Het heeft een reeks seminars op hoog niveau georganiseerd met centrale banken uit specifieke regio's, zoals met de Bank of Russia, de centrale banken van het Middellandse-Zeegebied die deelnemen aan het EU-proces van Barcelona, de centrale banken en monetaire autoriteiten van de Samenwerkingsraad voor de Golf (GCC) en centrale banken van Latijns-Amerika en de Oost-Azië-Pacific-regio. De ECB levert eveneens technische bijstand en beleidsadvies op verzoek en is bereid haar expertise in verschillende beleidsdomeinen ter beschikking te stellen, waaronder de tenuitvoerlegging van het monetaire beleid, banktoezicht en betalingssystemen. In dat opzicht fungeert het Europese pad naar de Economische en Monetaire Unie, en vooral het opzetten van een supranationaal centrale-bankstelsel, vaak als voorbeeld en inspiratiebron voor andere regio's.

De ECB speelt een vooraanstaande rol in verschillende multilaterale organisaties en fora. Bij het Internationaal Monetair Fonds (IMF), een op landen gebaseerde instelling, werd aan de ECB de status van waarnemer verleend, wat betekent dat ze de vergaderingen van de Raad van Bewindvoerders van het IMF mag bijwonen wanneer vraagstukken worden behandeld die van belang zijn voor het Eurosysteem. Bovendien wordt de President van de ECB - als waarnemer - uitgenodigd voor de twejaarlijkse vergaderingen van het International Monetary and Financial Committee, dat beleidsondersteuning verleent aan de werkzaamheden van het IMF. De ECB-President neemt, net als de Voorzitter van de Eurogroep, eveneens deel aan de vergaderingen van de ministers en centrale-bankpresidenten van de G-7. De ECB woont ook de vergaderingen bij van twee fora die in 1999 door de G-7 werden opgericht: de verenigde twintig ministers van financiën en centrale-bankpresidenten van de groep van twintig (G-20) - vertegenwoordigers van de belangrijkste geavanceerde en opkomende economieën die internationale economische en financiële beleidsaangelegenheden bespreken -, alsook het Financial Stability Forum (FSF), dat mogelijke kwetsbaarheden in het internationale financiële stelsel beoordeelt. Bovendien woont de ECB, als onderdeel van de EU-delegatie, de relevante bijeenkomsten bij van de Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling (OESO), eveneens een op landen gebaseerde instelling.

IMF, G-7, G-20, FSF en BIB

Van bijzonder belang is de Bank voor Internationale Betalingen (BIB), de "bank van de centrale banken", die optreedt als secretariaat en als gastheer voor verschillende ontmoetingen van centrale banken, waaronder die van de centrale-bankpresidenten van de Groep van Tien. De ECB werd in november 1999 lid van de relevante BIB-comités en is sinds 2005 aandeelhouder. De ECB-President neemt deel aan de vergaderingen van de centrale-bankpresidenten van de G-10 en zit sedert eind 2003 deze vergaderingen op persoonlijke titel voor. De G-10 heeft op zijn beurt een aantal permanente comités en werkgroepen ad hoc waar de ECB eveneens zitting in heeft¹⁹.

1 De vier meest prominente daarvan zijn het Bazelse Comité voor Banktoezicht, het Comité voor Betalings- en Verrekeningssystemen, het Comité inzake het Mondiale Financiële Stelsel en het Gold and Foreign Exchange Market Committee.

5.5 LESSEN VOOR DE TOEKOMST

De openheidsgraad van het eurogebied ten aanzien van de externe wereldhandel en de financiële markten is sinds 1998 voortdurend toegenomen, terwijl ook de handel en de investeringen binnen het eurogebied significant zijn gegroeid. De euro heeft een positieve invloed uitgeoefend op de handel van het eurogebied, doordat hij de uitvoer van nieuwe producten heeft gestimuleerd en de exportkosten enigszins heeft teruggedrongen. Deze resultaten stemmen overeen met de bevindingen inzake de veranderingen in het prijszettingsgedrag van de ondernemingen als gevolg van de euro. Die veranderingen lijken de prijsconvergentie binnen het eurogebied te hebben bevorderd, een ontwikkeling die op haar beurt heeft geleid tot neerwaartse druk op de uitvoerprijzen binnen het eurogebied. Tot slot heeft de euro de binnenlandse concurrentie verscherpt in de landen die de eenheidsmunt hebben ingevoerd, wat aanleiding gaf tot een algemene stijging van het concurrentievermogen van de ondernemingen in deze landen. Dit duidt erop dat de toegenomen concurrentie ook ten grondslag kan hebben gelegen aan de sterkere convergentie van de handelsprijzen.

Inzake kapitaalstromen is de oprichting van de EMU een fundamentele institutionele verandering gebleken die een van de verklaringen zou kunnen zijn van de grootschalige kapitaalreallocatie die zich heeft voorgedaan. Empirisch onderzoek naar directe investeringen toont aan dat de euro heeft geleid tot een toename van de buitenlandse directe-investeringsstromen tussen de landen van het eurogebied en als katalysator heeft gefungeerd voor het ontstaan van de grensoverschrijdende fusie- en overnamegolven in de verwerkende nijverheid. In de verwerkende nijverheid van de landen van het eurogebied nam het aantal fusies en overnames binnen het eurogebied uitzonderlijk sterk toe, terwijl de dienstensector nog niet volop profijt heeft getrokken van de Europese financiële integratie. Voor de toekomst betekent dit ook dat er waarschijnlijk nog meer fusies en overnames op til zijn wanneer de grensoverschrijdende barrières in de dienstensector worden gesloopt. Inzake effectenverkeer heeft de invoering van de euro niet alleen geleid tot het verdwijnen van het wisselkoersrisico, zij heeft ook de grensoverschrijdende activiteiten tussen de lidstaten van het eurogebied in het vlak van portefeuillebeheer vergemakkelijkt, zowel op de aandelen- als op de obligatiemarkten. Andere factoren die daartoe bijdroegen, waren de kostenverminderingen voor zowel bancaire financiering als aandelen- en obligatiefinanciering, het gebruik van gemeenschappelijke handelsplatforms, alsook de grensoverschrijdende fusie van de beurzen van Amsterdam, Brussel en Parijs (die samen Euronext vormen).

Aangezien met de euro een nieuwe valuta is ontstaan die op de internationale markten kan worden gebruikt, heeft de invoering van de eenheidsmunt ook het internationale financiële stelsel beïnvloed. Van bij de invoering in 1999 verwierf de euro onmiddellijk een internationale status, omdat hij de internationale rol van de vroegere nationale valuta's overnam. Sederdien is de rol van de euro op de internationale markten enigszins belangrijker geworden, zij het in een zeer geleidelijk tempo. Dit stemt overeen met bevindingen van de economische literatuur: de internationale rol van valuta's groeit traag, weerspiegelt historische en institutionele factoren en wordt gekenmerkt door netwerkeffecten.

Deze internationale dimensies van het eurogebied onderstrepen de behoefte aan internationale samenwerking met centrale banken over de hele wereld. Tijdens de afgelopen tien jaar heeft het Eurosysteem daartoe een nauwe dialoog opgezet met centrale banken in verschillende regio's, bijvoorbeeld door het organiseren van seminars op hoog niveau en door het ontwikkelen van hechte bilaterale relaties met belangrijke centrale banken zoals de Amerikaanse Federal Reserve

en de Bank of Japan. De ECB woont eveneens de vergaderingen bij van verschillende internationale organisaties en fora, waaronder het IMF, de G-7, de G-20 en de BIB.

6 FINANCIËLE INTEGRATIE



Om tal van redenen die verband houden met zijn kerntaken heeft het Eurosysteem grote belangstelling voor financiële integratie. In de eerste plaats draagt een goed geïntegreerd financieel stelsel bij tot een soepele, effectieve transmissie van het monetaire beleid in het gehele eurogebied. Daarbij is financiële integratie van groot belang voor een andere taak van het Eurosysteem, namelijk de bevordering van de financiële stabiliteit, omdat ze de mogelijkheden voor risicodeling en -diversificatie verruimt en de liquiditeit van de financiële markten vergroot. Overigens vergroot een beter geïntegreerd financieel stelsel ook de kans op overloopeffecten en besmetting over nationale grenzen heen. Voorts houdt de integratiedoelstelling nauw verband met de taak die het Eurosysteem heeft om de goede werking van het betalingsverkeer, met inbegrip van het effectenverkeer, te bevorderen. Hoe beter het betalings- en effectenverkeer is geïntegreerd, hoe efficiënter en effectiever het verloopt, en dat is, gezien de centrale functie van betalingssystemen in de afwikkeling van financiële stromen, zelf weer van essentieel belang voor het financiële integratieproces. Tot slot draagt financiële integratie er in belangrijke mate toe bij dat het financiële stelsel in staat is overal en altijd even efficiënt middelen van marktdeelnemers met een overschot aan liquiditeiten beschikbaar te maken voor anderen met een tekort, hetgeen uiteindelijk leidt tot grotere en duurzame economische groei.

Zo biedt het Eurosysteem dus krachtige steun aan de verdere financiële integratie in Europa en met name in het eurogebied. Meer in het bijzonder draagt het Eurosysteem bij aan het streven naar één integrale financiële markt in het eurogebied – conform de door de ECB gehanteerde definitie van financiële integratie – waarin alle potentiële marktdeelnemers (i) zich te houden hebben aan dezelfde regels bij de beslissing onderliggende financiële instrumenten of diensten te kopen of aan te bieden, (ii) gelijkelijk gebruik kunnen maken van dezelfde financiële instrumenten of diensten en (iii) gelijk worden behandeld bij deelneming aan de markt.

In dit hoofdstuk worden het financiële integratieproces in het eurogebied en de bijdrage daaraan van het Eurosysteem besproken. Paragraaf 6.1 behandelt de activiteiten van het Eurosysteem ter bevordering van de financiële integratie. Paragraaf 6.2 gaat over de stand van zaken wat betreft de financiële integratie in Europa tien jaar na de invoering van de euro. In paragraaf 6.3 komen de belangrijkste drijvende krachten en belemmeringen binnen het integratieproces aan bod, met de nadruk op de rol van het Eurosysteem, en paragraaf 6.4 rondt af.

6.1 ACTIEVE BEVORDERING VAN DE FINANCIËLE INTEGRATIE DOOR HET EUROSISTEEM

In de visie van het Eurosysteem is financiële integratie vooral een marktgedreven proces. Volgens de algemene bepaling in Artikel 105 lid 1 van het Verdrag betreffende de Europese Unie dient het Eurosysteem te handelen ‘in overeenstemming met het beginsel van een open markteconomie met vrije mededinging, waarbij een doelmatige allocatie van middelen wordt bevorderd’. Gezien zijn centralebanktaken en zijn rol als actief marktdeelnemer die talrijke betrekkingen met andere marktpartijen onderhoudt, kan het Eurosysteem de financiële integratie actief mede bevorderen.

Conform zijn standpunt dat de voornaamste drijfveer van het financiële integratieproces de markt dient te zijn is het Eurosysteem van oordeel dat het openbaar beleid bij de bevordering van de financiële integratie een beperkte rol moet spelen. In elk geval dienen beleidsmaatregelen niet te streven naar een bepaalde hoeveelheid of soort grensoverschrijdend verkeer, want alleen marktdeelnemers zelf zijn in staat de benodigde bedrijfsstrategieën te ontwikkelen en investeringsbeslissingen te nemen, en om de verantwoordelijkheid voor de economische gevolgen te

Financiële integratie is
marktgestuurd proces ...

... maar openbaar beleid kan
vooruitgang bevorderen

dragen. Bovendien staat het financiële integratieproces onder invloed van een aantal factoren die buiten de werkingssfeer van het openbaar beleid vallen, zoals geografische afstand (en de bijbehorende informatiebarrières), taal- en cultuurverschillen en consumentenkeuzes. Niettemin kan de publieke sector wel degelijk een bijdrage leveren aan de financiële integratie, namelijk door beleidsgerelateerde belemmeringen weg te nemen. De publieke sector dient te zorgen voor randvoorwaarden op het gebied van wet- en regelgeving, toezicht en belastingen die gelijke behandeling van en gelijke kansen voor marktdeelnemers overal in de EU bevorderen.

Het Eurosysteem bevordert het financiële integratieproces primair op vier manieren, en wel (i) door kennis te vermeerderen, door bekendheid te vergroten, door de voortgang van de financiële integratie in het eurogebied te volgen (ii) door te adviseren over het raamwerk van wet- en regelgeving voor het financiële stelsel (iii) door collectief handelen te faciliteren en zo activiteiten van de private sector te katalyseren (iv) door centralebankdiensten te verlenen die eveneens de financiële integratie bevorderen.

Gerichte actie om de financiële integratie te bevorderen vereist een voorafgaande nauwkeurige analyse van de stand van de financiële integratie in Europa, gevolgd door frequente peilingen van de voortgang. De ECB heeft daarom getracht de stand van de financiële integratie in het eurogebied te meten middels koers- en volumegerelateerde indicatoren. Koersgerelateerde indicatoren meten afwijkingen in de koers van waarden op grond van geografische herkomst. In een volmaakt geïntegreerde markt zou de prijs van waarden met soortgelijke kenmerken vooral moeten worden beïnvloed door gemeenschappelijke factoren. Aan de hand van volumegerelateerde factoren wordt onderzocht in hoeverre beleggers hun portefeuille internationaal samenstellen om ten volle te profiteren van de diversificatiemogelijkheden die de toegenomen financiële integratie biedt.¹

In september 2005 heeft de ECB een eerste reeks van 20 indicatoren gepubliceerd, die sindsdien is uitgebreid. In maart 2007 werden deze gepresenteerd in de eerste publicatie van het jaarlijkse ECB-rapport *Financial integration in Europe*²; de indicatoren worden tweemaal per jaar geactualiseerd op de website van de ECB. Er wordt nog gewerkt aan verdere uitbreiding van de reeks op grond van vorderingen in wetenschap en econometrie, en naarmate er verbeterde statistieken beschikbaar komen, vooral met betrekking tot beleggingsfondsen, securitisatie-entiteiten, verzekeringmaatschappijen en pensioenfondsen.

Naast het jaarlijkse ECB-rapport over financiële integratie verschaft een aantal andere periodieke en eenmalige publicaties eveneens informatie over de ontwikkelingen. Zo verschijnt in het jaarlijkse ECB-rapport 'EU banking structures', opgesteld door het Comité voor het Banktoezicht van het ESCB, een analyse van structurele ontwikkelingen in het grensoverschrijdend bankieren. Ook sponsort de ECB op basis van haar ervaring en kennis als actieve marktdeelnemer gecoördineerd onderzoek samen met andere NCB's in het Eurosysteem en met de wetenschap. Een belangrijk voorbeeld hiervan is het gezamenlijke onderzoeksnetwerk betreffende kapitaalmarkten en financiële integratie in Europa, gesponsord door de ECB en het Center for Financial Studies te Frankfurt.³

1 See L. Baele *et al.*, "Measuring financial integration in the euro area", ECB Occasional Paper Nr. 14, mei 2004.

2 Hiervoor had de ECB haar verrichtingen op het gebied van de financiële integratie uiteengezet in twee artikelen in het Maandbericht, 'De integratie van de financiële markten in Europa' (oktober 2003) en 'The contribution of the ECB and the Eurosystem tot European financial integration' (mei 2006).

3 Zie <http://www.eu-financial-system.org>.

Teneinde te zorgen dat de wet- en regelgeving betreffende financiële dienstverlening belemmeringen voor grensoverschrijdend financieel verkeer verkleint en marktdeelnemers een vlak speelveld garandeert, draagt het Eurosysteem actief bij aan de ontwikkeling van het EU-raamwerk voor financiële dienstverlening door adviezen uit te brengen inzake de belangrijkste beleidsoverwegingen en -initiatieven. Dit werk richt zich met name op de wettelijke taken van het Eurosysteem als vermeld in Artikel 105 van het Verdrag, namelijk het ondersteunen, onverminderd het doel van prijsstabiliteit, van het algemene economische beleid in de Gemeenschap, het bevorderen van een goede werking van het betalingsverkeer en bij te dragen tot een goede beleidsvoering ten aanzien van het bedrijfseconomisch toezicht op kredietinstellingen en de stabiliteit van het financiële stelsel.

Hoewel het beleidskader dus financiële integratie mogelijk dient te maken, hangt de vooruitgang daarvan in laatste instantie af van de private sector en de wijze waarop die de geboden mogelijkheden voor grensoverschrijdend economisch verkeer benut. Concurrentie tussen marktpartijen is in dit opzicht een belangrijke drijvende kracht. Tegelijkertijd echter kan ook slagvaardig collectief optreden van belang zijn, vooral daar waar heterogene marktstandaarden en -praktijken het financiële integratieproces in de weg staan. Het Eurosysteem kan marktdeelnemers helpen dit soort moeilijkheden te overwinnen.

Nog een manier waarop het Eurosysteem financiële integratie nastreeft is het verlenen van centralebankdiensten. Hoewel deze dienstverlening vooral tot doel heeft het Eurosysteem in staat te stellen zijn kerntaken als centrale bank te vervullen, streeft het Eurosysteem er zorgvuldig naar deze dienstverlening zodanig in te richten dat ze waar mogelijk de financiële integratie bevordert.

Tabel 1 presenteert een keur van integratie-bevorderende activiteiten van het Eurosysteem.⁴

4 Vollediger informatie is te vinden in het jaarlijkse ECB-verslag 'Financial integration in Europe'.

Tabel 1 Hoe het Eurosysteem de financiële integratie bevordert	
Onderwerp	Hoofddoel en stand van zaken
Kennis vermeerderen, bekendheid verbreden en vooruitgang volgen	
Jaarlijks ECB-rapport Financial integration in Europe	Voor het eerst gepubliceerd in 2007 om bekendheid te geven aan de stand van de financiële integratie in Europa, deze verder te bevorderen en de ondersteunende rol van het Eurosysteem hierin meer publiciteit te geven.
Het ontwikkelen van indicatoren voor de financiële integratie in het eurogebied	Eerste serie indicatoren gepubliceerd in 2005 met het doel de stand van de financiële integratie in het eurogebied vast te stellen en te volgen. De serie is sindsdien tweemaal per jaar geactualiseerd en tevens uitgebreid. Aan verdere verbetering wordt gewerkt.
Advisering omtrent wettelijk kader en toezichtkader	
Algemene beleidsstrategie inzake financiële dienstverlening in de EU	Ontwikkeling en implementatie van (i) het Financial Services Action Plan (1999) voor actualisering en verbetering van het toezichtskader in de EU en (ii) de vervolgstراتيجية dienaangaande voor 2005–2010 (implementatie nog niet voltooid)
Institutioneel klimaat in EU voor financiële regelgeving en toezicht	De zorg voor een goede werking van de Lamfalussy-structuur. Een eerste evaluatie van deze structuur is voltooid in 2007; aanvullende maatregelen zijn in de maak.
EU-infrastructuur voor effectenafwikkeling	Realisering van een geïntegreerde, veilige en efficiënte infrastructuur voor afwikkeling van effectenverkeer, en het wegnemen van belemmeringen voor grensoverschrijdend verkeer. Diverse lopende initiatieven, onder meer ter ontwikkeling van een gemeenschappelijk kader voor regelgeving, toezicht en oversight met betrekking tot effectenvereveningssystemen (ESCB-CESR).

... door adviseren over wettelijk en toezichtskader...

... als katalysator voor activiteiten private sector...

... en verlening van centralebankdiensten die financiële integratie bevorderen...

Katalyserende rol bij activiteiten private sector

Single Euro Payments Area (SEPA)	Initiatief ter realisering in 2010 van een volledig geïntegreerde markt voor laagwaardige betaaldiensten in het eurogebied zonder onderscheid tussen binnenlandse en grensoverschrijdende betalingen. Officiële startdatum SEPA: januari 2008.
Initiatief Short-Term European Paper (STEP)	Ontwikkeling van een pan-Europese markt voor kortlopende schuldbewijzen door vrijwillige conformering van marktpartijen aan een gemeenschappelijke reeks standaarden. STEP is in werking sinds juni 2006.
Euro Overnight Index Average (EONIA)	Vaststelling van een referentierentevoet voor ongedekte interbancaire girale deposito's. Wordt continu berekend sinds 1999.

Verlenen van centralebankdiensten die eveneens de financiële integratie bevorderen

TARGET en TARGET2	Aanbieden van een faciliteit voor de brutoverevning in real time van hoogwaardige betalingen in het eurogebied (TARGET, sinds 1999); overstap naar een gemeenschappelijk technisch platform met de invoering van TARGET2 in 2007.
TARGET2-Securities	Initiatief van het Eurosysteem uit 2006 voor het aanbieden van een platform voor de verevening van Europees effectenverkeer in centralebankgeld. Definitief besluit hiertoe valt medio 2008.
Correspondent Central Banking Model (CCBM)	Regeling voor grensoverschrijdende aanlevering van onderpand binenn het Eurosysteem (operationeel sinds 1999), waarin NCB's voor elkaar en voor de ECB opreden als 'correspondenten'. Initiatief voor een gemeenschappelijk platform (CCBM2) loopt sinds 2007.

Tabel 2 Stand van de financiële integratie in het eurogebied: hoofdsegmenten financiële markt

Markt	Stand integratie	Bijbehorende infrastructuur
Geldmarkten		
Ongedekte segmenten	'Nagenoeg volmaakt'	Ongedekte marktsegmenten: volmaakt geïntegreerd
Gedekte segmenten	Gevorderd	Gedekte marktsegmenten: geldtraject volledig geïntegreerd; onderpandtraject belemmerd door versnippering (zie Obligatiemarkten)
Obligatiemarkten		
Overheidsobligatiemarkten	Zeer vergevorderd	Versnipperd
Bedrijfsobligatiemarkten	Redelijk	Versnipperd
Aandelenmarkten		
	Laag	Sterk versnipperd
Bancaire markten		
Wholesale-markt	Vergevorderd	Geheel geïntegreerd
Kapitaalmarkt-gerelateerd	Gevorderd	Versnipperd
Retail-markt	Zeer laag	Sterk versnipperd

6.2 FINANCIËLE INTEGRATIE TIEN JAAR NA DE INVOERING VAN DE EURO

OVERZICHT

De ECB-indicatoren voor financiële integratie tonen dat de gerealiseerde vooruitgang in het eurogebied van marktsegment tot marktsegment aanzienlijk verschilt. Meer in het bijzonder is de integratie verder gevorderd in sectoren die dichter bij het gemeenschappelijke monetaire beleid staan. Bovendien blijkt de vooruitgang per segment af te hangen van de integratie in de bijbehorende marktinfrastructuur. Tabel 2 geeft een overzicht van de stand van de financiële integratie voor de belangrijkste marktsegmenten in het eurogebied.

Aanzienlijke vooruitgang bij financiële integratie

In de volgende paragrafen wordt dieper ingegaan op de bereikte financiële integratie in de geldmarkten, de obligatie- en aandelenmarkten en de bancaire markten, en worden de voornaamste tekortkomingen belicht.

Kader 6

VOORLOPIGE BEVINDINGEN VAN HET ECB-ONDERZOEK INZAKE FINANCIËLE ONTWIKKELING

Ook wanneer de financiële integratie compleet is, kunnen er fricties op de financiële markten blijven bestaan. Zulke fricties kunnen deels worden geëlimineerd door financiële ontwikkeling. Daaronder verstaat men een proces van financiële innovatie in combinatie met institutionele en organisatorische verbeteringen in het financiële stelsel waardoor informatie-asymmetrieën worden verkleind, markten meer compleet worden, transactiekosten omlaag gaan en de concurrentie wordt versterkt.

Hoewel er een onderling verband bestaat tussen financiële ontwikkelingen financiële integratie, en hoewel beide een gunstig effect op de efficiëntie van financiële markten, zijn het toch verschillende begrippen, die verschillende economische processen beschrijven. Zo kan averechtse selectie onder beleggers die de allocatie van kapitaal schaadt ook op een geheel geïntegreerde markt problemen blijven veroorzaken. Financiële ontwikkeling vult de financiële integratie dus aan waar het gaat om het bevorderen van efficiëntie op de financiële markten.

Tegen deze achtergrond heeft de ECB een analytisch werktraject gestart met het doel het begrip financiële ontwikkeling te definiëren en kwantitatieve indicatoren vast te stellen waarmee de financiële ontwikkeling in het financiële stelsel kan worden gemeten. Een eerste reeks van zulke indicatoren is gepresenteerd in het ECB-verslag *Financial integration in Europe*, editie 2008.¹

Het onderzoek naar financiële ontwikkeling is nog gaande, en bijgevolg worden mogelijk niet alle facetten van een financieel systeem belicht door de kwantitatieve indicatoren. Zo zijn formele wetten en regels weliswaar gemakkelijker te meten, maar informele regels en usances kunnen even belangrijk zijn. Bovendien is er veelal wel informatie beschikbaar over de markt-gebaseerde transacties in het *wholesale*-segment, maar niet over de relatie-gebaseerde activiteiten in het *retail*-segment.

Ondanks dit voorbehoud wijzen de beschikbare indicatoren op een redelijke graad van heterogeniteit tussen markten en landen in het eurogebied. De voornaamste verschillen zijn gerelateerd aan de efficiëntie van het rechtstelsel, het type en de omvang van de gesecuritiseerde activa, de hoeveelheid beursactiviteit en het aantal girale transacties per hoofd van de bevolking.

Vergeleken met een groep landen die als ijkpunt dienden, doet het financiële stelsel van het eurogebied het gemiddeld niet slecht, behalve misschien in vergelijking met het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten, die bij de meeste indicatoren hoog scoren. Deze resultaten wekken de indruk dat er nog ruimte is voor structurele hervormingen van financiële sectoren binnen het eurogebied en dat het nuttig is om zowel naar de financiële integratie als naar de financiële ontwikkeling te kijken.

¹ Zie het hoofdartikel 'Financial development, concepts and measures' in de editie 2008, dat voortbouwt op eerdere ECB-publicaties op dit terrein, namelijk P. Hartmann, F. Heider, E. Papaioannou and M. Lo Duca, 'The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe', ECB Occasional Paper Nr. 72, september 2007, en het artikel 'Assessing the performance of financial systems' in het ECB-Maanbericht van oktober 2005.

Aanvullende beoordeling
financiële ontwikkeling

Geldmarkten vrijwel volledig geïntegreerd...

GELDMARKTEN

De geldmarkt in het eurogebied – het marktsegment dat het dichtst bij het gemeenschappelijke monetaire beleid staat – bereikte vrijwel dadelijk na de invoering van de euro een toestand van ‘nagenoeg volmaakte’ integratie. De standaarddeviatie van de interbancaire rentevoet EONIA daalde scherp tot nabij nul na de invoering van de euro en is sedertdien stabiel gebleven (zie grafiek 1).

... behalve segment kortlopend schuld papier...

Een significante uitzondering op de sterke integratie van de geldmarkten in het eurogebied is de deelmarkt voor kortlopend schuld papier (‘commercial paper’ en termijndeposito’s), waar de versnippering veel sterker is gebleven.

Het ontstaan van liquiditeitsproblemen op de kortetermijngeldmarkten in de tweede helft van 2007, in verband met de mondiale beroering op de financiële markten, heeft gevolgen gehad voor de volatiliteit van de rente in het kortste geldmarktsegment, met name de daggeldrente. Dit is waarschijnlijk eerder te verklaren uit de toegenomen wisselvalligheid van de kredietrisico’s die banken lopen dan uit een sterkere versnippering, of geringere integratie, van de markt.

OBLIGATIE- EN AANDELENMARKTEN

Duidelijke tekenen van integratie...

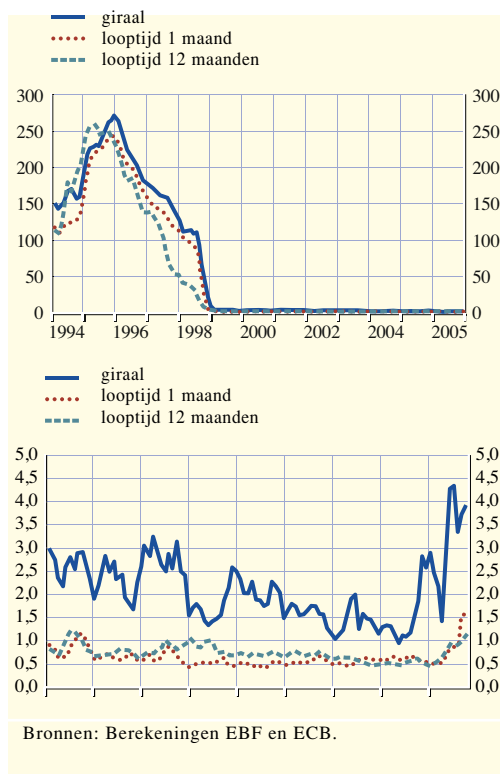
Vóór de invoering van de euro werkten tal van factoren grensoverschrijdende financiële activiteiten tegen, waaronder met name het wisselkoersrisico, van land tot land verschillende inflatie- en rentepercentages, de hoge transactiekosten van het werken met verschillende valuta’s en deviezenmaatregelen voor beleggers en intermediairs. De komst van de euro nam deze obstakels weg en bracht de integratie van de effectenmarkten in een stroomverveling, al verschilde het tempo nog wel per marktsegment.

... met name overheidsobligatiemarkten

De integratie is het verst gevorderd in de markt voor overheidsobligaties, waar de rendementen zijn geconvergeerd en steeds meer door marktbrede factoren worden bepaald, al spelen lokale factoren – zoals verschillen in liquiditeit en in de aanwezigheid van goed ontwikkelde derivatenmarkten naast de diverse landelijke obligatiemarkten – nog een rol. De resterende variatie kan ook een uiting zijn van (subjectief waargenomen) verschillen in kredietrisico, maar dat betekent niet dat er sprake zou zijn van een tekort aan integratie.⁵

Grafiek 1 Standaarddeviatie gemiddelde interbancaire blancokredietrente per land (eurogebied)

(61-daags voortschrijdend gemiddelde; basispunten)

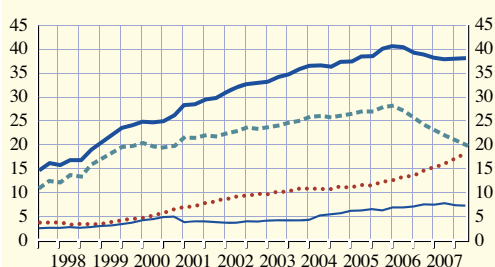


5 Met name de aanmerkelijke toename in de ecarts tussen de rendementen op schatkistpapier uit het eurogebied en het Duitse ijkrendement, sinds juli 2007, lijkt veeleer te zijn veroorzaakt door bezorgdheid over liquiditeit dan door verschillen in risico op soevereine crediteuren.

Grafiek 2 Aandeel grensoverschrijdend bezit van MFI's aan schuldbewijzen van niet-MFI-emittenten in het eurogebied en de EU: uitstaande bedragen naar land van uitgifte

(percentages van totaal, exclusief het Eurosysteem)

- overige eurogebied – overheids- en bedrijfsobligaties
- ... overige eurogebied – bedrijfsobligaties
- - - overige eurogebied – overheidsobligaties
- rest EU – overheids- en bedrijfsobligaties

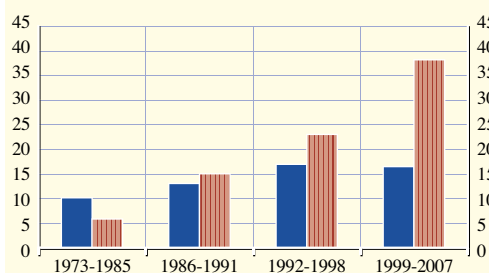


Bron: ECB.

Grafiek 3 Uit schokken in het eurogebied en de VS verklaarbare variantie in rendement op lokale aandelen

(percentage van totale variantie)

- schokken VS
- schokken eurogebied



Bronnen: Thomson Financial Datastream en berekeningen van de ECB.

Ook de integratie van de markt voor bedrijfsobligaties heeft een stoot gekregen door de komst van de monetaire unie, waardoor de diverse markten die voorheen door valuta's gescheiden werden gehouden, zijn versmolten tot één grote, gediversifieerde euromarkt. De koersen van en rendementsectarts op bedrijfsobligaties worden dan ook minder sterk dan voorheen bepaald door nationale factoren.

Ook het belang van het grensoverschrijdend effectenbezit bevestigt de constatering dat de overheids- en bedrijfsobligatiemarkten in hoge mate zijn geïntegreerd. Zo is er de laatste tien jaar sprake van een sterke toename van het grensoverschrijdend bezit aan langlopende schuldbewijzen. Bij de monetair-financiële instellingen (MFI's)⁶ is dit van 15% in 1999 toegenomen tot bijna 40% in 2007 (zie grafiek 2). Bovendien is het voorheen zeer geringe bezit aan schuldbewijzen van niet-financiële vennootschappen opvallend gestegen, wat erop wijst dat beleggers hun portefeuilles in toenemende mate over het eurogebied spreiden.

Op de aandelenmarkten is de integratie minder ver gevorderd, al zijn er tekenen van verbetering. Sinds het begin van de jaren 1990 is de integratie van de aandelenmarkt in het eurogebied veel sneller verlopen dan op mondiaal niveau, al wordt de variantie in het rendement op aandelen nog steeds in hoofdzaak bepaald door lokale schokeffecten (zie grafiek 3). In de periode 1997–2005 hebben beleggers in het eurogebied hun buitenlandse bezit aan euro-aandelen verdubbeld tot 29% van hun totale euro-aandelenportefeuille, terwijl het percentage kapitaalactiva uit eurolanden aangehouden door beleggers buiten het eurogebied veel geringer was en nauwelijks groeide.

6 Monetaire financiële instellingen zijn die financiële instellingen die tezamen de geldscheppende sector van het eurogebied vormen. Hieronder vallen centrale banken, kredietinstellingen zoals bedoeld in de wetgeving van de EU en alle andere financiële instellingen die ingezetenen zijn van het eurogebied, er hun bedrijf van maken deposito's en/of nauwe substituten van deposito's aan te trekken van (rechts)personen uitgezonderd andere MFI's en die voor eigen rekening (althans in economische zin) krediet verstrekken en/of beleggen in effecten. Deze laatste groep omvat vooral geldmarktfondsen.

Ook vooruitgang op
bedrijfsobligatiemarkten...

... en, zij het minder, op
aandelenmarkten

Algehele vooruitgang, maar retail-segment blijft nog achter

BANCAIRE MARKTEN

Terwijl de bancaire markten voor 'wholesale banking' en kapitaalmarkt-gerelateerde activiteiten in het eurogebied duidelijk tekenen van toenemende integratie vertonen, is het 'retail'-segment van de bancaire markt veel sterker gefragmenteerd gebleven. Vooral de spreiding per land van bancaire rentetarieven, en dan met name tarieven op consumentenkrediet, is relatief hoog gebleven (zie grafiek 4).

Verschillen tussen bancaire rentetarieven kunnen het gevolg zijn van diverse factoren, zoals verschillen tussen nationale economieën (bv. krediet- en renterisico, bedrijfsomvang in en structuur van de bancaire sector, en ontwikkelingsgraad van de kapitaalmarkt), institutionele factoren (bv. belastingen, regelgeving, toezicht en consumentenbescherming) of financiële structuren (bv. verhouding tussen bancaire en kapitaalmarktfinanciering, onderlinge concurrentie).⁷ Ondanks significante verschillen lijkt er niettemin sprake te zijn van een geleidelijke convergentie.

6.3 STIMULERENDE EN REMMENDE FACTOREN

6.3.1 GELDMARKTEN

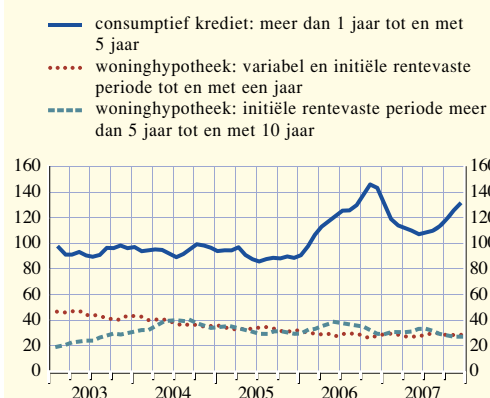
INTEGRATIE VAN DE MARKTINFRASTRUCTUUR ALS STIMULERENDE FACTOR

Een sleutelfactor in de totstandkoming van een duurzaam geïntegreerde geldmarkt was in de afgelopen periode de sterke integratie van de hoogwaardige euro-betaalsystemen, die heeft gezorgd voor een veilige, efficiënte verwerking van interbancaire betaalstromen in het eurogebied.

Tot de invoering van de euro had elk land in het eurogebied-in-wording zijn eigen valuta, monetair beleid, nationale geldmarkt en betalings- en effecteninfrastructuur. Hoewel deze nationale markten en infrastructuren hun thuislanden tientallen jaren naar behoren hadden gediend, waren zij niet langer toereikend uit een oogpunt van het nieuwe eurogebied. Versnippering en het ontbreken van een gemeenschappelijke infrastructuur belemmerden grensoverschrijdende activiteiten. Het was duidelijk dat zo'n gefragmenteerde marktinfrastructuur het monetaire beleid en de eurogeldmarkt onvoldoende zou ondersteunen. Daarom werd besloten nieuwe structuren op te zetten voor het afwickelen van eurobetalingen in centralebankgeld en voor het grensoverschrijdend aanleveren van onderpand voor krediettransacties van het Eurosysteem. Deze structuren werden het TARGET-systeem⁸ en het Correspondent Central Banking Model (CCBM).

Grafiek 4 Standaarddeviatie per land in MFI-rentetarieven op kredieten aan huishoudens

(basispunten)



Bron: ECB.

Met TARGET en CCBM steunt Eurosysteem de euro en de geldmarkt

⁷ Zie het ECB-rapport 'Differences in MFI interest rates across euro area countries', september 2006.
⁸ Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer.

De centrale bank is 'de bank der banken'. Banken die grote betalingen aan elkaar verrichten, wikkelen die transacties graag af in de boeken van de centrale bank om geen onderling kredietrisico te lopen. In een *real-time* bruto-vereveningssysteem worden betalingen stuk voor stuk en onherroepelijk ontvangen in centralebankgeld, en zijn de ontvangen gelden onmiddellijk gereed voor hergebruik. In 1999 werd deze dienstverlening beschikbaar gesteld voor betalingen in euro met de invoering van TARGET door het Eurosysteem.

Sinds de inwerkingtreding is het systeem tot een standaard voor het verwerken van eurobetalingen geworden wat betreft snelheid, betrouwbaarheid, openingstijden en service. Betalingen die rechtstreeks samenhangen met transacties waarbij het Eurosysteem betrokken is, worden afgewikkeld in TARGET. Daarom heeft de afwikkeling van een monetaire-beleidstransactie gevolgen voor het saldo van de bij de transactie betrokken tegenpartijen. Niet alle kredietinstellingen nemen deel aan transacties met het Eurosysteem en dus wordt het liquiditeitseffect van zulke transacties naderhand binnen het bankwezen doorgegeven via de geldmarkt. Geldmarkttransacties resulteren in betalingen die, opnieuw, grotendeels via TARGET worden afgewikkeld. De onbelemmerde toegang tot het systeem zorgt ervoor dat alle kredietinstellingen rechtstreeks toegang hebben tot een gemeenschappelijke verzameling vereveningsdiensten in centralebankgeld, zonder te zijn aangewezen op commerciële concurrenten. Zo kunnen tegenpartijen overal in het eurogebied centralebankgeld rechtstreeks naar elkaar overboeken, zeer snel en onherroepelijk. Deze dienst is ook beschikbaar in enkele niet-eurolanden waarvan de centrale banken zich vrijwillig hebben aangesloten op het systeem.

Als de centrale pijler van de infrastructuur voor hoogwaardige, tijdkritische interbancaire betalingen, en teneinde te voorzien in de behoeften van zijn klanten en van de financiële markten in het algemeen, kent TARGET ruime openingstijden en is het systeem dagelijks open behalve op zaterdag, zondag en nog zes andere dagen in het jaar. De openingsdagen zijn de facto ook de vereveningsdagen voor de financiële markten in euro, evenals voor valutatransacties waarbij de euro betrokken is.

Het oorspronkelijke ontwerp van TARGET ging uit van systeem met een minimum aan harmonisatie en een decentrale architectuur, dat de verschillende op nationaal niveau bestaande systemen met elkaar verbond. Echter, om tegemoet te komen aan de groeiende vraag vanuit de financiële sector naar meer geavanceerde en geharmoniseerde dienstverlening is het Eurosysteem in oktober 2002 gestart met de ontwikkeling van een verbeterd systeem dat het mogelijk zou maken van een 'systeem van systemen' over te gaan op één gemeenschappelijk platform. Dit platform van de tweede generatie, TARGET2, is op 19 november 2007 operationeel geworden en heeft de het oude TARGET-systeem definitief vervangen op 19 mei 2008.

Het nieuwe systeem zal naar verwachting de integratie van het hoogwaardige betalingsverkeer verder bespoedigen door zijn geharmoniseerde dienstverlening, zijn uniforme prijsstructuur voor zowel binnenlandse als grensoverschrijdende transacties en zijn geharmoniseerde aanbod aan vereveningsdiensten in centralebankgeld voor de onherroepelijke verevening van de overgrote meerderheid van de betalings- en effectenvereveningssystemen die in euro werken. Bovendien stelt de nieuwe faciliteit de banken in staat hun betalings- en liquiditeitsmanagement verder te optimaliseren. Waar voorheen deelnemers met vestigingen in diverse landen een groot aantal technische communicatiekanalen met het oude systeem moest onderhouden, kunnen ze nu de rekeningen van hun vestigingen in diverse landen vanuit één centrale locatie beheren. Bovendien kunnen zij hun betalingen gecentraliseerd uitvoeren, iets wat extra voordeel biedt

TARGET verzorgt veilige en efficiënte afwikkeling...

... en uitvoering monetair beleid

Overstap naar één platform voltooid

TARGET2 biedt nog meer integratie en efficiëntie hoogwaardig betalingsverkeer

Dagomzet € 2.400 miljard

CCBM vereenvoudigde grensoverschrijdende aanlevering onderpand...

... en ondersteunde zo toenemend grensoverschrijdend onderpandgebruik

in de vorm van schaaleconomieën, potentiële efficiëntiewinst door hogere snelheid en kwaliteit, en de mogelijkheid om alerter in te spelen op de snelle ontwikkelingen in de betaalmarkten.

De snelle integratie van de geldmarkten in het eurogebied in januari 1999 werd sterk vergemakkelijkt door TARGET met zijn veelzijdige vereveningsdiensten en goede prestaties. Bovendien zijn er van de 21 hoogwaardige euro-betaalsystemen die in 1999 bestonden in 2008 nog slechts drie over. De invoering, de goede werking en de continue verbetering van het systeem vormen een voorbeeld van het geslaagde streven van het Eurosysteem naar integratie van marktinfrastructuren en, bijgevolg, de betrokken segmenten van de financiële markt. Van de thans bestaande systemen heeft TARGET2 het hoogste marktaandeel gemeten naar zowel waarde als het aantal betalingen.⁹ Het systeem verricht thans betalingen met een totale waarde van zo'n € 2.400 miljard per dag. Daarmee verwerkt het in 3½ dag een bedrag dat overeenkomt met het totale BBP van het eurogebied! De hoogste dag'omzet' tot dusver bedroeg € 3.387 miljard.

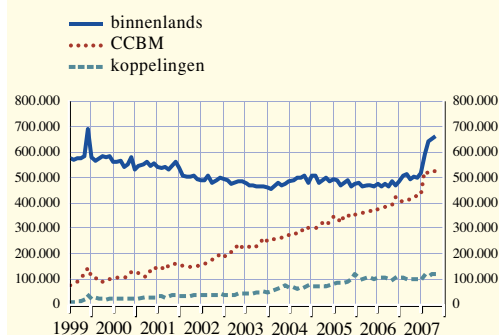
Nog een dienst van het Eurosysteem die een belangrijke bijdrage levert aan de integratie van de geldmarkt is het CCBM voor de grensoverschrijdende overboeking van onderpand binnen het eurogebied. Volgens de statuten van het Eurosysteem moeten alle krediettransacties van het Eurosysteem worden gedekt door toereikend onderpand. Bovendien bepaalt het operationele kader van het Eurosysteem dat alle activa die als onderpand kunnen dienen bij krediettransacties van het Eurosysteem, mogen worden aangeboden door alle tegenpartijen van het Eurosysteem, ongeacht de locatie van het activum of de tegenpartij.

Ten tijde van de invoering van de euro waren de infrastructuur van de Europese effectenmarkten sterk gesegmenteerd en bovenal vertoonde het netwerk van koppelingen tussen effectenvereveningssystemen lacunes. Bij gebrek aan een adequate voorziening vanuit de markt voor de grensoverschrijdende mobilisatie van onderpand kwam het Eurosysteem in 1999 met het CCBM als tussenoplossing, ervan uitgaande dat de markt op den duur zelf voor oplossingen zou zorgen. Via deze voorziening verkrijgen tegenpartijen krediet van de centrale bank in hun thuisland op basis van onderpand dat bij een andere centrale bank binnen het Eurosysteem wordt aangeboden (*de correspondent central bank*). Inmiddels is deze dienst het belangrijkste kanaal voor het grensoverschrijdend gebruik van onderpand in krediettransacties van het Eurosysteem.

Het CCBM heeft een bijdrage van onschatbare waarde geleverd aan het functioneren van het onderpandkader van het Eurosysteem en sterke stimulans gegeven aan de groei van het grensoverschrijdend gebruik van onderpand. Het is zelfs zo dat de tegenpartijen van het Eurosysteem

Grafiek 5 Standaarddeviatie per land in MFI-rentetarieven op kredieten aan huishoudens

(basispunten)



Bron: ECB.

⁹ Van al het hoogwaardige betalingverkeer in euro verwerkt TARGET2 89% gemeten naar waarde en 60% gemeten naar volume. Het verwerkt dagelijks gemiddeld meer dan 360.000 betalingen en is een van de grootste hoogwaardige betalingssystemen ter wereld, samen met Fedwire in de Verenigde Staten en Continuous Linked Settlement (CLS), het internationale systeem voor de verevening van valutatransacties.

hun onderpandportefeuilles hebben gediversifieerd door het aandeel daarin van beleggingen in beleenbare activa uit andere eurolanden te vergroten. Daarnaast hebben multinationale bank-concerns hun liquiditeits- en onderpandbeheer in toenemende mate op groepsniveau gecentraliseerd. De waarde van het onderpand dat via het CCBM wordt aangeboden is van € 162,7 miljard in 1999 gestegen tot € 557,9 miljard in december 2007, welk laatste cijfer 39,6% van het bij die gelegenheid aan het Eurosysteem aangeboden onderpand bedroeg (zie grafiek 5). In 2006 maakte grensoverschrijdend onderpand 50,2% van het totale aan het Eurosysteem geleverde onderpand uit, waarmee het binnenlands gebruik voor het eerst werd overschreden. In 2007 werd, vergelijkenderwijs, 81,5% van de grensoverschrijdende onderpandaanlevering via het CCBM aangeboden, tegen 18,5% via koppelingen.

Momenteel wordt gewerkt aan een verder verbetering van de dienstverlening door het Eurosysteem door de installatie van een gemeenschappelijk technisch platform (CCBM2), met als doel te komen tot één voorziening voor zowel binnenlandse als grensoverschrijdende onderpandtransacties. Dit platform zal in de eerste plaats een verbeterd onderpandbeheersysteem voor het Eurosysteem zelf vormen, maar het zal tevens tegenpartijen van het Eurosysteem mogelijkheden bieden om hun interne onderpand- en liquiditeitsbeheer verder te vereenvoudigen en te optimaliseren, en zo de bijbehorende kosten terug te dringen. Bovendien zal het nieuwe systeem ook nog leiden tot synergieën met de diensten van TARGET2 en TARGET2-Securities (zie de paragraaf over obligatie en aandelenmarkten verderop). Om zoveel mogelijk tegemoet te komen aan de behoeften van de tegenpartijen, ontwikkelt het Eurosysteem de nieuwe voorziening in nauwe samenwerking met de marktdeelnemers.

Aanlevering onderpand straks verder verbeterd

ACTIE TEGEN DE VERSnipPERING VAN DE MARKT VOOR KORTLOPENDE SCHULDBEWIJZEN

De markt voor kortlopend schuld papier in het eurogebied is nog tamelijk versnipperd, zoals al opgemerkt. Vooral de bestaande verschillen in marktstandaarden hebben het ontstaan van een pan-Europese markt verhinderd. In verband hiermee lanceerde Euribor ACI1 in 2001 de actie Short-Term European Paper (STEP) met het doel, ten eerste, om te komen tot een samenstel van gemeenschappelijke marktstandaarden en -praktijken waarmee de integratie van de markt kan worden bevorderd en, ten tweede, om de vrijwillige handhaving van deze standaards door marktpartijen te stimuleren door verlening van een gemeenschappelijk vignet aan gestandaardiseerde emissies.

Initiatief STEP tot vestiging gemeenschappelijke marktstandaards...

In juni 2006 ondertekenden Euribor ACI en de Euribor European Banking Federation2 de STEP Market Convention, waarin de criteria en procedures voor verlening en intrekking van het STEP-vignet aan uitgegeven kortlopend schuld papier worden geregeld. De nieuwe standaard heeft in hoog tempo ingang gevonden. Zo beliep het aandeel van in euro luidende instrumenten met het STEP-vignet in september 2007 al 30% van al het korte euro-schuld papier geëmitteerd door niet-overheden overal ter wereld; en in december 2007 steeg het totale volume van de bedoelde emissies tot € 320 miljard, tegenover € 60 miljard in juli 2006, een maand na de ondertekening van de Conventie.

... ging in juni 2006 van start

Hoewel het initiatief tot het STEP-project ter bevordering van de integratie binnen de markt voor kort schuld papier vanuit de markt is gekomen, heeft het Eurosysteem een sleutelrol gespeeld in het welslagen ervan. Na een eerste stoot tot realisering van het project heeft de ECB

Katalyserende rol Eurosysteem van wezenlijk belang voor dit succes

10 Euribor ACI is een van de financiële sectororganisaties die de rente-indices EURIBOR en EONIA bijhouden.

11 De Euribor European Banking Federation had Euribor ACI sinds mei 2005 ondersteund bij de ontwikkeling van het project.

ook bijgedragen aan de ontwikkeling en invoering van de standaard. Tijdens de voorbereidende fase heeft de ECB de samenwerking tussen de betrokken marktpartijen gefaciliteerd, bijgedragen aan de ontwikkeling van de marktconventie en juridische bijstand geleverd. Ook heeft de ECB actie ondernomen om het project grotere bekendheid te geven bij markt en publiek. Sinds de officiële invoering van de nieuwe marktconventie hebben de ECB en negen NCB's binnen het Eurosysteem technische assistentie verleend aan het STEP-Secretariaat. Daarnaast stelt de ECB periodieke statistieken op over rendementen en volumes op de STEP-markt en publiceert ze de bijbehorende informatie op haar website. Deze statistieken, die in de loop der tijd steeds verder zijn verbeterd, zijn van fundamenteel belang voor het vergroten van de markttransparantie. Dit zal in de komende jaren blijven bijdragen aan de verdere integratie van de Europese markt voor kortlopend schuld papier.

6.3.2 OBLIGATIE- EN AANDELENMARKTEN

VOORUITGANG IN HET FINANCIËLE REGELGEVINGS- EN TOEZICHTSKADER VAN DE EU

De integratie van de obligatie- en aandelenmarkten in het eurogebied vormt een goed voorbeeld van de wijze waarop de openbare sector beleid-gerelateerde hindernissen voor grensoverschrijdende financiële activiteiten kan wegnemen. De invoering van de euro maakte duidelijk dat het potentieel van de gemeenschappelijke munt op het gebied van financiële integratie pas tot volle ontwikkeling kon komen, als het werd aangevuld door een verbeterd Europees kader dat de belemmeringen voor grensoverschrijdende activiteiten zou wegnemen en de stabiliteit van de gemeenschappelijke markt zou waarborgen. De laatste jaren zijn in dit verband twee belangrijke initiatieven ontplooid: het Actieplan financiële dienstverlening (*Financial Services Action Plan*, FSAP) en de inwerkingtreding van de 'Lamfalussy-structuur' voor financiële regelgeving en financieel toezicht.

Het in 1999 gelanceerde FSAP betekende een ingrijpende herziening van de EU-wetgeving inzake financiële dienstverlening. Het bevatte 42 belangrijke wetsvoorstellen van de Europese Commissie om bestaande Europese regelgeving te actualiseren in het licht van de marktontwikkelingen en om het toezichtregime in Europa verder te harmoniseren conform het streven naar een gemeenschappelijke markt. Hoewel het FSAP zich op de gehele financiële sector richtte, betroffen de meeste voorstellen de effectenmarkten. Noemenswaardig zijn vooral de MiFID-richtlijn (*Markets in Financial Instruments Directive*), de Transparantie-richtlijn, de Richtlijn Marktmissbruik en de Prospectus-richtlijn.¹²

Voortbouwend op de goede resultaten van het FSAP, kwam de Commissie in 2005 met een Witboek over het beleid van de EU inzake financiële dienstverlening voor de jaren 2005–2010. De beleidsprioriteit voor de komende jaren zoals verwoord in dit Witboek, met name waar het de effectenmarkten betreft, is effectieve en samenhangende implementatie van de FSAP-maatregelen, en consolidering en vereenvoudiging van bestaande EU-wetgeving. Mogelijke nieuwe beleidsinitiatieven worden alleen voorzien op een klein aantal zorgvuldig afgebakende terreinen, met name clearing & settlement en financiële dienstverlening in het retail-segment.

De Lamfalussy-structuur voor financiële regelgeving en financieel toezicht is voor wat betreft effecten geïmplementeerd in 2001 en is de snelheid en flexibiliteit van het toezicht aanmerkelijk ten goede gekomen. Daarnaast heeft ze gezorgd voor grotere consistentie in de implemen-

¹² Een overzicht van de belangrijkste maatregelen in het kader van FSAP staat in het artikel 'Developments in the EU framework for financial regulation, supervision and stability' in het Maandbericht van november 2004.

Vooruitgang bevorderd door effectief optreden publieke sector...

... waaronder het Financial Services Action Plan...

... de beleidsstrategie voor 2005–2010...

... en invoering van de Lamfalussy-structuur

tatie van EU-regelgeving op nationaal niveau, in het bijzonder de in het kader van het FSAP vastgestelde richtlijnen betreffende de effectenmarkten. De Lamfalussy-structuur, een nieuwe werkwijze voor de totstandkoming van financiële wetgeving, kent vier niveaus. De uitgangspunten van de wetgeving worden als voorheen vastgelegd via het gebruikelijke wetgevingsproces, inclusief vaststelling door het Europese parlement en de Ministerraad (niveau 1). Vervolgens kunnen technische bijzonderheden van de wetgeving die moeten aansluiten bij ontwikkelingen in markt en regelgeving worden vastgesteld door de Commissie in een vereenvoudigde en versnelde procedure (niveau 2), waarin per sector de vertegenwoordigende organen van de nationale en Europese wetgevende instanties worden betrokken. Op niveau 3 overleggen de vertegenwoordigende instanties van nationale toezichhouders over de consistente en tijdige invoering van de Europese maatregelen op niveau 1 en 2 in de nationale wetgeving. Niveau 4, tot slot, omvat maatregelen van de Commissie om de handhaving van de Europese wetgeving te versterken, ondersteund door verbeterde samenwerking tussen lidstaten, nationale wet- en regelgevende instanties en de markt.¹³

De praktische werking van de Lamfalussy-structuur – die sinds 2003 ook wordt toegepast voor de bancaire en de verzekeringssector – wordt nauwgezet gevolgd en verschillende verbeteringen zijn inmiddels aangebracht dan wel in voorbereiding. Hoofddoel van deze maatregelen is ten volle profijt te trekken van de mogelijkheden die de structuur biedt ter bevordering van verdere convergentie van het toezicht en nauwere samenwerking bij de invoering van Europese wet- en regelgeving.

De ECB en het Eurosysteem hebben actief bijgedragen aan de totstandkoming en implementatie van zowel het FSAP and the Lamfalussy-structuur en ook aan de daaruit voortvloeiende initiatieven die worden besproken in hoofdstuk 7.

Eurosysteem draagt bij door adviserende rol

BEHOEFTE AAN VERDERE INTEGRATIE VAN DE INFRASTRUCTUUR VOOR HET EFFECTEN- VERKEER

De integratie van de obligatie- en aandelenmarkten hangt af van de integratie van de onderliggende infrastructuur, in het bijzonder die van de effectenvereveningssystemen en de centrale tegenpartijen. De integratie van deze infrastructuren heeft echter geen gelijke tred gehouden met die van de hoogwaardige betaalinfrastucturen. Dit ligt voornamelijk aan de veel grotere intrinsieke complexiteit van het effectenverkeer, die heeft geleid tot verschillen tussen landen op het gebied van marktusances, wet- en regelgeving en belastingregime. Sinds de ingebruikname van het TARGET-systeem in 1999 belopen de grensoverschrijdende betalingen zo'n 20%–25% van het totale volume en 35% van de totale waarde. Maar hoewel effectenvereveningssystemen de moeite hebben genomen een netwerk van onderlinge koppelingen tot stand te brengen, is daarvan nauwelijks gebruik gemaakt (minder dan 1% van het totaal qua volume en waarde).

Beperkte integratie infrastructuur aandelenmarkt...

Is de afwikkelinfrastuctuur voor obligaties al versnipperd, voor aandelen geldt dat eens te meer. De grensoverschrijdende verevening voor obligaties is grotendeels geconcentreerd bij twee internationale centrale effectendepots, terwijl die voor aandelen nog sterk afhankelijk is van nationale centrale depots.

De hoge graad van versnippering maakt dat er aanzienlijke afwikkelkosten gemoeid zijn met grensoverschrijdende effectentransacties binnen de EU, reduceert potentiële schaalvoordelen

... leidt tot hoge transactiekosten

13 Zie voor een uitvoeriger beschrijving van de Lamfalussy-structuur het eerder vermelde artikel.

Diverse initiatieven ter verbetering

en belemmert het ontstaan van een Europees *level playing field*. Terwijl de omvang van de Europese economie vergelijkbaar is met de Amerikaanse, blijft Europa achter wat betreft zowel de omzet als de kosten van effectentransacties. De efficiency-achterstand is vooral groot bij de grensoverschrijdende verevening.

Er zijn verschillende belangrijke, elkaar aanvullende initiatieven genomen om hierin verbetering te brengen. Ten eerste zijn integratiebelemmeringen voortkomend uit verschillen in marktuansances en institutionele voorzieningen geïnventariseerd, en is actie ondernomen om die te elimineren. Ten tweede is er teneinde integratie en concurrentie te vergemakkelijken in november 2006 een ‘Gedragscode voor effectenafwikkeling’ ondertekend door organisaties van belanghebbenden waarvan de invoering thans nauwlettend wordt gevolgd. Ten derde zijn het ESCB en het Comité van Europese Effectentoezichthouders doende gezamenlijke aanbevelingen voor de veiligheid en prudentie van afwikkelinfrastructuren in de EU op te stellen om zo te bevorderen dat de veiligheids- en efficiëntiestandaards van de nationale instellingen voor effectenafwikkeling convergeren op het hoogst haalbare niveau.

Effectenplatform (T2S) van Eurosysteem vult private inspanningen aan

Een ontbrekend element in het huidige streven naar integratie van de effecteninfrastructuur binnen de gemeenschappelijke markt is de inrichting van een gemeenschappelijk, neutraal vereveningsplatform ter bevordering van de praktische compatibiliteit en concurrentie tussen de verschillende dienstverleners. Gebruikmakend van zijn vermogen om de financiële integratie te bevorderen door het verlenen van centralebankdiensten is het Eurosysteem recent met een initiatief gekomen dat deze lacune moet gaan opvullen onder de naam TARGET2-Securities (T2S).

Het initiatief maakt gebruik van het feit dat de diensten van centrale effectendepots en centrale banken op het vlak van effecten nauw bij elkaar aansluiten. Een effectentransactie bestaat doorgaans uit een ‘effectentraject’ waarbij effecten worden geleverd en een ‘geldtraject’ waarbij de betaling in geld wordt overgeboekt. Afwikkeling van een geldtraject in een afwikkelafaciliteit van een centrale bank wordt beschouwd als afwikkeling in centralebankgeld. Om het optreden van kredietrisico’s tegen te gaan wordt voltooiing van het ene traject afhankelijk gesteld van de voltooiing van het andere (dit staat bekend als *delivery-versus-payment*). Maar hoewel deze dienstverlening overal binnen de landsgrenzen zeer doelmatig werkt, wordt ze binnen Europa nog nauwelijks grensoverschrijdend aangeboden.

Het op hetzelfde platform aanhouden van effectenrekeningen en centralebankgeldrekeningen voor vereveningsdoeleinden geldt als de meest efficiënte wijze om de twee trajecten (effecten en geld) van het effectenverkeer af te wikkelen. Met de invoering van TARGET2 biedt het Eurosysteem thans één platform voor het afwikkelen van betalingen (het geldtraject) in centralebankgeld. Effecten worden echter nog steeds aangehouden op diverse platforms (centrale effectendepots). Het uitbesteden van de centralebankgeldrekeningen aan diverse effectenplatforms zou de voordelen van de overstap naar een gemeenschappelijk betalingsplatform grotendeels teniet hebben gedaan.

T2S maakt internationale verevening even goedkoop en efficiënt als binnenlandse...

Met het T2S-initiatief beoogt het Eurosysteem dan ook dat effectenplatforms hun effectenrekeningen gaan uitbesteden aan één neutraal platform (het gemeenschappelijke betaalplatform) beheerd door het Eurosysteem. De effectenplatforms zullen worden uitgenodigd hun vereveningen onder te brengen bij T2S met als doel alle verevenings-activiteiten te integreren en daarmee de grensoverschrijdende verevening even goedkoop en efficiënt te maken als de binnenlandse nu al is.

T2S zou zowel schaal- als concurrentievoordelen bieden. Schaafeffecten zouden voortvloeien uit het gebruik van één enkel platform voor zowel effecten als verevening in centralebankgeld. Dat zou niet alleen tot lagere tarieven leiden, vooral voor grensoverschrijdend effectenverkeer, maar bovendien de marktdeelnemers in staat stellen hun liquiditeiten en onderpand te bundelen in een pooling-systeem, wat zou resulteren in een verlaging van de alternatieve kosten. Wat de concurrentie betreft zouden de effectenplatforms als voorheen niet alleen girale diensten aanbieden. Door het gebruik van een gemeenschappelijk afwikkelmechanisme zouden marktdeelnemers en beleggers gemakkelijker kunnen bepalen waar zij een bepaald effect willen aanhouden. T2S zal de effectenplatforms stimuleren om hun cliënten in de gelegenheid te stellen hun effectenbezit in één locatie te concentreren. Het wordt daardoor gemakkelijker om een dienstverlener te kiezen op grond van kosten en dienstenpakket dan op grond van de locatie van een effect. De resulterende concurrentie zal naar verwachting de tarieven drukken.

Het Eurosysteem streeft ernaar alle belanghebbenden te betrekken bij, en een stem te geven in, de realisering van dit initiatief. De thans vastgestelde streefdoelen van het project zijn het resultaat van maandenlange intensieve samenwerking door honderden experts van effectendepots, banken en centrale banken. Deze werkwijze wordt door het veld zeer gewaardeerd en zal in de volgende fase van het project worden voortgezet. De Directie van de ECB zal naar verwachting in de zomer van 2008 besluiten of het project zijn volgende fase kan ingaan. De verwachte opleveringsdatum van T2S is in 2013.

6.3.3 BANCAIRE MARKTEN

VERBETERING IN HET REGELGEVINGS- EN TOEZICHTKADER VOOR INTERNATIONAAL ACTIEVE BANKEN

Internationaal opererende bankconcerns vormen een sleutelfactor in het integratieproces doordat zij als gevolg van hun expansie over verschillende jurisdicties de concurrentie verscherpen en vernieuwingen in het financiële dienstenpakket verbreiden. De laatste jaren is dan ook veel aandacht besteed aan het wegnemen van beleidsmatige belemmeringen voor grensoverschrijdend bankieren. Het streven richt zich vooral op het wegnemen van barrières die grensoverschrijdende fusies en overnames in de weg staan, en op duurzame ondersteuning van een efficiënt werkklimaat voor grensoverschrijdende bancaire concerns.

Er zijn verscheidene initiatieven ondernomen ter verbetering van het Europese operationele kader voor multinationale banken op het gebied van regelgeving en banktoezicht, gedragstoezicht, belasting en ondernemingsrecht.¹⁴ Een belangrijk traject betreft het stroomlijnen van het toezicht op internationaal actieve concerns en het bevorderen van convergentie tussen de nationale regimes. Twee mijlpalen langs dit traject zijn het versterkte kader voor de interactie tussen home- en host-toezichthouder dat in 2006 tot stand kwam op grond van de Kapitaalrichtlijn² en de al genoemde uitbreiding van de Lamfalussy-structuur naar de bancaire sector. Intussen zijn al weer verdergaande initiatieven ondernomen om het toezicht in de EU verder te versterken (zie hoofdstuk 7).

¹⁴ Het hoofdartikel, 'Strengthening the EU framework for cross-border banks' in het ECB-verslag 'Financial Integration in Europe' geeft een overzicht van de desbetreffende beleidsinitiatieven.

¹⁵ De Kapitaalrichtlijn zorgde voor de implementatie op EU-niveau van het belangrijke internationale akkoord Basel II betreffende nieuwe uitgebreide en risicogevoelige eisen aan de kapitaaltoereikendheid van banken. In dat verband voegde het een aantal elementen aan het akkoord toe met betrekking tot de specifieke situatie in de Europese Unie. In het bijzonder stelde de CRD, gezien de vergevorderde financiële integratie binnen de EU en de bijbehorende veelheid aan systeemkritische verbanden en wederzijdse afhankelijkheden tussen autoriteiten, strengere eisen aan de samenwerking tussen home- en host-toezichthouders.

... maakt efficiënter gebruik van liquiditeit en onderpand mogelijk...

... en stimuleert concurrentie.

Besluit voortzetting T2S valt medio 2008

Ontwikkeling grensoverschrijdend bankieren gestuurd door markt

Maatregelen EU elimineren beleidsmatige hindernissen...

Bovendien bevat de strategie financiële diensten 2005–2010 van de Commissie een aantal zorgvuldig gerichte maatregelen om grensoverschrijdende activiteiten in het retail-segment van het bankwezen te vergemakkelijken zoals, met betrekking tot hypothecair krediet, de mobiliteit van cliënten ten aanzien van rekeningnummers en grensoverschrijdende ontsluiting van kredietgegevens.

... met actieve steun
Eurosysteem

Behalve dat de ECB en het Eurosysteem bijdragen aan het streven om het Europese kader voor grensoverschrijdende bankconcerns te versterken, verzamelen zij tevens informatie over ontwikkelingen bij bankconcerns met beduidende grensoverschrijdende activiteiten in de EU. Meer bepaaldelijk houdt het Comité voor Banktoezicht sinds 2002 een tweejaarlijkse enquête onder deze concerns. De drie enquêtes tot dusver wezen op toenemende internationalisering, hoofdzakelijk door grensoverschrijdende fusies en overnames. Terwijl het aantal deelnemende groepen slechts weinig is toegenomen – van 41 tot 46 tussen 2001 en 2006 – groeide het balanstotaal van de steekproef met 54% en nam het aandeel in het balanstotaal van het bankwezen in de EU toe tot 68%. De banken met beduidende grensoverschrijdende activiteiten nemen daarmee een fors – en groeiend – aandeel van het balanstotaal van het gehele bankwezen in de EU voor hun rekening.¹⁶

OP WEG NAAR EEN GEÏNTEGREERDE INFRASTRUCTUUR VOOR RETAILBETALINGEN IN DE EU

Retail-betalmarkt nog
versnipperd

Het grensoverschrijdend bankieren werd en wordt gehinderd door de relatief sterke versnippering van de infrastructuur voor het laagwaardig betalingsverkeer. Elke lidstaat heeft zijn eigen nationale betaalinstrumenten en verschillende standaards voor overschrijvingen, incasso's en card-betalingen. In de ogen van het Eurosysteem is het zeer wenselijk dat er een geïntegreerde laagwaardige betaalmarkt voor het eurogebied ontstaat, met een uniforme reeks betaalinstrumenten, aangezien dat de logische consequentie van de invoering van de euro is.

Eurosysteem katalyseert
hervorming

In de afgelopen tien jaar heeft het Eurosysteem als katalysator voor het hervormingsproces gefungeerd. Het heeft diverse rapporten opgesteld over de oorzaken van en mogelijke middelen tegen de versnippering van de markt en de te bereiken doelstellingen geformuleerd. In 1999 vroeg het Eurosysteem aandacht voor het feit dat vooral voor grensoverschrijdende overschrijvingen de tarieven substantieel hoger en de doorlooptijden substantieel langer waren dan die voor binnenlandse overschrijvingen.¹⁷ Deze inefficiëntie hield deels verband met het veelgebruikte systeem van correspondentbanken en het ontbreken van adequate interbancaire infrastructuren voor het eurogebied. In 2000¹⁸ tekende het Eurosysteem aan dat de bankensector weliswaar vooruitgang had geboekt, maar dat de cliënttarieven voor internationale betalingen niet waren gedaald. Bij wijze van richtsnoer kwam de ECB ook met een concreet plan van aanpak voor de ontwikkeling van een moderne laagwaardige girale betaalinstructuur in euro.¹⁹

Bankwezen eens met start SEPA

In december 2001 namen het Europese parlement en de Raad een Verordening aan die bepaalde dat de tarieven voor grensoverschrijdende en binnenlandse betalingen in euro voor consumenten

16 Verdere informatie over reikwijdte en uitkomsten van de inventariserende enquêtes in 2001 en 2003 is te vinden in het artikel 'International activities of large EU banking groups' in het ECB-verslag 'EU banking structures' van 2005. De editie van 2006 vermeldt de belangrijkste uitkomsten van de enquête gehouden in 2005, die eveneens worden beoordeeld in de publicatie 'Review of the Lamfalussy framework: Eurosystem contribution', beschikbaar gesteld op de website van de ECB. (<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/lamfalussy-review2007en.pdf>.)

17 Zie de ECB-publicatie 'Improving cross-border retail payment services – the Eurosystem's view' verschenen op 13 september 1999.

18 Zie de ECB-publicatie 'Improving cross-border retail payment services – the Eurosystem's view' verschenen op 14 september 2000.

19 Zie de ECB-publicatie 'Towards an integrated infrastructure for credit transfers in euro' verschenen in november 2001.

gelijk dienden te zijn. Hoewel de Verordening voor de cliënt wel enige verbetering bracht zou de bankensector nog de handen vol hebben aan het bouwen van de pan-Europese infrastructuur. Begin 2002 heeft het bankwezen de European Payments Council opgericht, die vervolgens een strategie heeft geformuleerd voor de totstandbrenging van een EU-breed betaalgebied: de *Single Euro Payments Area* of SEPA.²⁰

Sinds 2002 heeft het Eurosysteem de sector krachtig ondersteund door onder meer sturing te bieden en tijdlijnen uit te zetten voor de invoering van een moderne betaalinstructuur die voorziet in de behoefte van de klant in het eurogebied.²¹ De Europese bankensector heeft zich aanzienlijke moeite gegeven om de efficiëntie van het laagwaardige grensoverschrijdende betalingsverkeer te verbeteren. Het resultaat bestaat uit drie primaire streefdoelen: één reglement inzake overschrijvingen, incasso's en card-betalingen voor alle partijen op de eurobetaalmarkt; gelijke toegang voor dienstverleners en gebruikers in heel Europa; en gelijke behandeling van marktdeelnemers. Al met al is de transparantie met betrekking tot regels en voorwaarden duidelijk vergroot.

De eind 2007 aangenomen Richtlijn Betaaldiensten vormt het wettelijk kader voor betalingen binnen SEPA en moet per 1 november 2009 door alle EU-lidstaten in de nationale wetgeving zijn geïmplementeerd. De Richtlijn beoogt meer concurrentie op de betaalmarkten te genereren door belemmeringen voor markttoetreders weg te nemen. Daarnaast voorziet de richtlijn in een vereenvoudigd, volledige geharmoniseerd wettelijk kader met betrekking tot verplichte informatievoorziening en de rechten en plichten die het aanbieden of het gebruik van betaaldiensten met zich meebrengen.

Op 28 januari 2008 ging SEPA van start met de invoering van een gemeenschappelijke girale overschrijving voor alle eurobetalingen in Europa. Ook kwamen betaal-cards voor SEPA-breed gebruik beschikbaar. De SEPA-incasso wordt in 2009 geïntroduceerd. Zo komt dan eindelijk, tien jaar na de invoering van de euro, de laagwaardige betaalinstructuur voor de euro tot stand. De nationale betaalinstrumenten worden in de komende jaren geleidelijk afgeschaft en innovatieve betaalmiddelen worden ingevoerd. Naar verwachting zal SEPA in de komende jaren voor verdergaande integratie en efficiency-verbeteringen in het retail-segment van het Europese bankwezen gaan zorgen.

6.4 LESSEN VOOR DE TOEKOMST

In de afgelopen tien jaar heeft het eurogebied aanzienlijke vooruitgang geboekt op het gebied van financiële integratie. Verder geïntegreerde financiële markten helpen het Eurosysteem zijn mandaat effectief te vervullen en zijn doelstellingen te realiseren, namelijk door bij te dragen aan het handhaven van de prijsstabiliteit, de financiële stabiliteit, de goede werking van het betalingsverkeer en de economische groei. De invoering van de euro zelf heeft al een belangrijke stoot gegeven tot de financiële integratie. Daarnaast heeft het Eurosysteem nog vier andere significante bijdragen aan de financiële integratie geleverd.

²⁰ Zie het witboek 'Euroland: Our Single Payment Area!' van de European Payments Council (mei 2002).

²¹ Het Eurosysteem heeft verschillende voortgangsrapporten uitgebracht als leidraad voor de sector: 'Towards a Single Euro Payments Area – progress report' (26 juni 2003); 'Towards a Single Euro Payments Area – third progress report' (2 december 2004); 'Towards a Single Euro Payments Area – Objectives and deadlines' (fourth progress report, 17 februari 2006); 'Single Euro Payments Area (SEPA) – From concept to reality' (fifth progress report, 20 juli 2007). Zie voor meer informatie over de invloed van SEPA op de financiële integratie het ECB-verslag 'Financial integration in Europe' van 2007.

Streefdoelen en wettelijk kader vastgesteld

SEPA van start in januari 2008

Financiële integratie helpt doelen Eurosysteem te realiseren

Actie Eurosysteem bespoedigt integratieproces

Ten eerste heeft de ECB een conceptueel kader ontwikkeld voor het beoordelen en volgen van de financiële integratie in het eurogebied, en evalueert zij de financiële integratie in haar jaarverslag over de financiële integratie in Europa. Op die manier legt de ECB een solide empirische basis voor gericht optreden ter bevordering van de financiële integratie, draagt zij bij aan de desbetreffende beleidsdiscussie en brengt zij het belang van de financiële integratie en de rol daarin van het Eurosysteem onder de aandacht van het publiek.

Ten tweede heeft het Eurosysteem met succes opgetreden als katalysator van initiatieven uit de markt voor financiële integratie op diverse terreinen, bijvoorbeeld door de verdere integratie van de markt in kortlopende schuldbewijzen en van de *retail banking*-markt te bevorderen (via STEP respectievelijk SEPA).

Ten derde heeft het Eurosysteem bijgedragen aan de ontwikkeling van diverse EU-maatregelen om beleid-gerelateerde obstakels voor financiële integratie uit de weg te ruimen. Deze maatregelen beoogden bijvoorbeeld de integratie van effectenmarkten en bancaire markten door de invoering van een uitgebreider, samenhangend wettelijk en toezichtskader voor de financiële dienstverlening en voor de afwikkeling van het effectenverkeer.

Ten vierde heeft het Eurosysteem de centralebankdiensten die het levert, en die vooral gericht zijn op ondersteuning van zijn taken als centrale bank, ook in te zetten als middel ter bevordering van financiële integratie. Kenmerkende voorbeelden hiervan hadden betrekking op de integratie van de marktinfrastructuur voor hoogwaardig betalingsverkeer (TARGET en TARGET2) en de invoering van een gemeenschappelijk systeem voor het grensoverschrijdend gebruik van onderpand (CCBM), die beide van wezenlijk belang zijn geweest bij de totstandkoming en het voortbestaan van een vrijwel volmaakt geïntegreerde geldmarkt.

Prioriteiten voor de toekomst

Het Eurosysteem zal deze middelen blijven inzetten, vooral daar waar de financiële integratie nog achterblijft, namelijk op de markten voor bedrijfsobligaties, aandelen en retail banking. Prioriteit op dit gebied hebben onder meer (i) het verstrekken van adviezen over mogelijke verdere verbetering van het EU-kader voor financiële diensten, met name wat betreft financieel toezicht, retail banking en het wegnemen van hindernissen voor grensoverschrijdende effectenverevening; (ii) de voorgenomen invoering van een eigen systeem (TARGET2-Securities) voor het afwickelen van effectentransacties; en (iii) ondersteuning van de voltooiing van het SEPA-project. Tot slot zal de ECB verder werken aan haar conceptuele kader inzake de financiële integratie en dit te zijner tijd uitbreiden tot een beoordelingskader voor vooruitgang in de financiële ontwikkeling.

7 FINANCIËLE STABILITEIT EN FINANCIËEL TOEZICHT



Bijdragen aan de financiële stabiliteit is om verscheidene redenen een van de kernverantwoordelijkheden van het Eurosysteem. Centrale banken dienen, gezien het feit dat zij de instanties zijn die geld uitgeven, de kwaliteit van de financiële instellingen die hun monetaire-beleidsstrategieën zijn goed te controleren. Een andere reden is dat een stabiel financieel stelsel nodig is voor de effectieve transmissie van monetair beleid. Voorts fungeren centrale banken als de uiteindelijke verschaffers van een veilig middel voor de verrekening van financiële transacties en van liquiditeit in het financiële stelsel. Financiële stabiliteit, ten slotte, ondersteunt tevens economische prestaties. In de afgelopen decennia is het verband tussen economische groei en financiële stabiliteit eveneens steeds belangrijker geworden gezien de aanzienlijke expansie van de financiële sector in verhouding tot de reële economie. De kans dat met name ernstige verstoringen van het financiële intermediaatiedproces macro-economische repercussies zullen hebben is nu groter.¹

De afgelopen tien jaar heeft het Eurosysteem een belangrijke bijdrage geleverd aan het waarborgen van de financiële stabiliteit in het eurogebied door zijn hoofddoel, het handhaven van prijsstabiliteit, na te streven. De middellange-termijngerichtheid van de monetaire-beleidsstrategie van de ECB heeft ervoor gezorgd dat prijsstabiliteit kon worden nagestreefd zonder onnodige volatiliteit in de economische bedrijvigheid en de financiële markten te veroorzaken. Bovendien heeft het Eurosysteem op twee belangrijke manieren bijgedragen aan financiële stabiliteit. Ten eerste heeft het Eurosysteem een aantal taken uitgevoerd om de stabiliteit van het financiële stelsel van het eurogebied te bevorderen. Ten tweede heeft het Eurosysteem de bevoegde nationale en EU-autoriteiten ondersteund bij hun taken op het vlak van financiële stabiliteit. Daarnaast heeft het Eurosysteem directe verantwoordelijkheden op zich genomen voor het toezicht op marktinfrastructuren (met name betalingssystemen), een taak die eveneens bijdraagt aan de stabiliteit van het financiële stelsel.

In dit hoofdstuk wordt een overzicht gegeven van de belangrijkste successen van het Eurosysteem op deze terreinen. In Paragraaf 7.1 wordt een beschrijving gegeven van de gemeenschappelijke achtergrond voor de respectieve activiteiten, samen met een korte beschouwing over het begrip “financiële stabiliteit” en de rol daarbij van het Eurosysteem. In Paragraaf 7.2 wordt een beoordeling gegeven van de bijdrage van het Eurosysteem aan de financiële stabiliteit, terwijl in Paragraaf 7.3 wordt ingegaan op de toezichtsrol van het Eurosysteem.

7.1 FINANCIËLE STABILITEIT EN DE ROL VAN HET EUROSISTEEM

Er bestaat vooralsnog geen algemeen geaccepteerde definitie van financiële stabiliteit. Het is bijzonder lastig met redelijke precisie een voorbeeld van financiële instabiliteit te geven anders dan een overduidelijke financiële crisis. Volgens de door de ECB gehanteerde definitie is financiële stabiliteit een situatie waarin het financiële stelsel – dat bestaat uit financiële intermediairs, markten en marktinfrastructuren – in staat is schokken en de effecten van financiële onevenwichtigheden te weerstaan.²

Financiële stabiliteit is een complex begrip...

1 Padoa-Schioppa, Tommaso (2002), “Central banks and financial stability: exploring a land in between”. Inleidend paper bij een beleidspanel tijdens de Second ECB Central Banking Conference, “The transformation of the European financial system”, die werd gehouden op 24 en 25 oktober 2002.

2 Zie het artikel “Assessing Financial Stability: Conceptual Boundaries and Challenges” in de “Financial Stability Review” van de ECB van juni 2005.

... en vooral een
verantwoordelijkheid van de
particuliere sector

Het verwezenlijken en handhaven van financiële stabiliteit is bovenal de verantwoordelijkheid van marktdeelnemers, die, zo wordt ervan uitgegaan, op effectieve wijze hun risico's zullen beoordelen en beheersen en de financiële consequenties van hun transacties dragen. Marktdeelnemers houden echter geen rekening met de mogelijke systeemrisico's die hun activiteiten met zich mee zouden kunnen brengen. Er bestaat derhalve ook een publiek kader om potentiële financiële crises te voorkomen en te beheersen. Dit kader streeft ernaar te voorkomen dat financiële problemen een bedreiging gaan vormen voor de algehele stabiliteit van het financiële en economische stelsel, en tegelijkertijd voor zover mogelijk verstoringen van het marktmechanisme tot een minimum te beperken. Dit kader omvat de regelmatige controle en beoordeling van de financiële stabiliteit, financiële regelgeving en financieel toezicht, het toezicht op marktinfrastructuren en een aantal mogelijke maatregelen voor crisisbeheersing.

De rol van het Eurosysteem

Het Eurosysteem heeft op deze terreinen twee belangrijke functies. Ten eerste voert het bepaalde financiële-stabiliteitstaken uit op eurogebiedniveau, zoals de controle en beoordelen van de financiële stabiliteit in het eurogebied alsook markttransacties die tot doel hebben algemene financiële schokken op te vangen en spanningen in de geldmarkt van het eurogebied te verlichten. Ten tweede draagt het Eurosysteem bij aan de formulering van het financiële-stabiliteitsbeleid van de bevoegde nationale en EU-autoriteiten dat betrekking heeft op de controle en beoordeling van de financiële stabiliteit, financiële regelgeving en financieel toezicht, en crisisbeheersing. Daarnaast houdt het Eurosysteem toezicht op marktinfrastructuren als onderdeel van zijn fundamentele taak de goede werking van het betalingsverkeer te bevorderen. In de volgende paragrafen wordt uitgebreid ingegaan op de bijdrage van het Eurosysteem aan de financiële stabiliteit en zijn rol in het toezicht op marktinfrastructuren.

7.2 BIJDRAGE AAN FINANCIËLE STABILITEIT

INSTITUTIONEEL KADER

De totstandkoming van de Economische en Monetaire Unie (EMU) bracht verschillende institutionele kaders voor monetair beleid en financiële stabiliteit binnen het eurogebied met zich mee. Waar de verantwoordelijkheid voor het eerste werd verlegd van nationaal naar supranationaal niveau (zie Hoofdstuk 2), is de verantwoordelijkheid voor de regelingen voor het waarborgen van financiële stabiliteit op nationaal niveau gebleven. Bovendien werden, in tegenstelling tot de situatie in enkele landen van het Eurosysteem waar de centrale bank verantwoordelijk is voor, of nauw betrokken is bij, het bedrijfseconomisch toezicht³, de functies op het terrein van centraal bankieren en toezicht in de EMU gescheiden doordat de ECB en het Eurosysteem geen directe toezichtsbevoegdheden toegewezen hebben gekregen.

Dit specifieke institutionele kader, dat inherent complexer is dan het kader voor het monetair beleid, heeft nauwe samenwerking nodig gemaakt (i) binnen het Eurosysteem, tussen de ECB en de nationale centrale banken, om zo potentiële eurogebiedbrede risico's voor de financiële stabiliteit op effectieve wijze te kunnen controleren en op te lossen, en (ii) tussen het

3 De toezichtsstructuren in de EU-lidstaten lopen zeer uiteen, zowel in termen van betrokkenheid van de centrale bank als van de toewijzing van toezichtsverantwoordelijkheid ten aanzien van financiële sectoren. Waar bijvoorbeeld in sommige landen toezichtsverantwoordelijkheden worden toegewezen per sector, hebben andere landen het financiële toezicht voor de banken-, verzekerings- en effectensectoren binnen een enkele autoriteit gecentraliseerd. Een recent overzicht van de regelingen in de EU-landen wordt gegeven in het in 2006 door de ECB uitgebrachte "Recent developments in supervisory structures in EU and acceding countries", dat kan worden gevonden op de website van de ECB onder HYPERLINK "<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/>" http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/report_on_supervisory_structuresen.pdf.

De nationale bevoegdheid voor
financiële stabiliteit...

... verhoogt de noodzaak
van grensoverschrijdende
samenwerking

Eurosysteem en nationale toezichthouders om zo zorg te dragen voor de nauwe coördinatie van functies op het terrein van centraal bankieren en toezicht bij het waarborgen van financiële stabiliteit.

Het Verdrag betreffende de Europese Unie (het Verdrag van Maastricht) voorziet in specifieke samenwerkingsmechanismen op dit vlak. Ten eerste dient het Eurosysteem bij te dragen “tot een goede beleidsvoering van de bevoegde autoriteiten ten aanzien van het bedrijfseconomisch toezicht op kredietinstellingen en de stabiliteit van het financiële stelsel⁴”. Ten tweede moet de ECB worden geraadpleegd over elk voorstel voor een communautair besluit en over elk ontwerp van wettelijke bepaling van de nationale autoriteiten op de gebieden die onder haar bevoegdheid vallen. Op overeenkomstige wijze kan de ECB adviezen uitbrengen aan, en worden geraadpleegd door, de Raad, de Commissie en de bevoegde nationale autoriteiten over de reikwijdte en de tenuitvoerlegging van de communautaire wetgeving met betrekking tot het bedrijfseconomisch toezicht op kredietinstellingen en de stabiliteit van het financiële stelsel⁵. Het Verdrag voorziet, ten slotte, ook in de mogelijkheid van het overdragen van specifieke toezichtstaken aan de ECB middels een vereenvoudigde procedure zonder dat daarvoor het Verdrag gewijzigd dient te worden⁶. Deze bepaling, waarvan tot nog toe geen gebruik is gemaakt, zou een optie zijn in het geval dat de institutionele mechanismen voor samenwerking niet leiden tot een soepele en effectieve interactie tussen de autoriteiten.

Het Eurosysteem vervult zijn mandaat op het terrein van financiële stabiliteit met de hulp van het Comité voor Banktoezicht, dat in 1998 door de Raad van Bestuur van de ECB is opgericht. Het Comité voor Banktoezicht bestaat uit hooggeplaatste vertegenwoordigers van de ECB en van de nationale centrale banken van het Eurosysteem en uit vertegenwoordigers van de nationale autoriteiten voor banktoezicht in die landen van het Eurosysteem waar het banktoezicht niet valt onder het mandaat van de nationale centrale bank. Daarnaast hebben in het Comité voor Banktoezicht ook zitting vertegenwoordigers van de centrale bank en van toezichthouders van die EU-landen die niet op de gemeenschappelijke munteenheid zijn overgegaan. Deze brede samenstelling weerspiegelt het feit dat de nationale verantwoordelijkheden voor financiële stabiliteit en financieel toezicht worden uitgevoerd in overeenstemming met het geharmoniseerde regelgevingskader en de gemeenschappelijke markt van de Europese Unie⁷.

MARKTOMGEVING

De rol en taken van de ECB en het Eurosysteem ten aanzien van financiële stabiliteit hebben zich ontwikkeld tegen de achtergrond van algehele vooruitgang in grensoverschrijdende financiële integratie (zoals besproken in Hoofdstuk 6) en de toenemend dynamische aard en groeiende complexiteit van het financiële stelsel.

Financiële integratie versterkt de mogelijkheden voor het delen van risico's en voor diversificatie en vergroot de liquiditeit en diepte van financiële markten, en draagt zo bij aan de schokbestendigheid van het financiële stelsel. Het maakt het financiële stelsel echter ook gevoeliger voor verstoringen die van oorsprong of aard grensoverschrijdend kunnen zijn. Daarom is continue versterking van grensoverschrijdende informatie-uitwisseling en samenwerking tussen

In het Verdrag vastgelegde
samenwerkingsmechanismen...

... worden uitgevoerd met
de hulp van het Comité voor
Banktoezicht

Financiële integratie vraagt om
nauwere grensoverschrijdende
samenwerking

⁴ Artikel 105, lid 5, van het Verdrag betreffende de Europese Unie.

⁵ Artikel 25.1 van de Statuten van het ESCB.

⁶ Artikel 105, lid 6, van het Verdrag en Artikel 25.2 van de Statuten van het ESCB.

⁷ Voor nadere informatie over het Comité voor Banktoezicht, zie Papademos, Lucas (2007), “The Banking Supervision Committee of the ESCB and its contribution to financial stability in the EU”, in: Kreditwesens, Vol. 8, blz. 28-31.

Een dynamisch en complex
financieel stelsel...

... maakt het waarborgen van
financiële stabiliteit lastiger

Toekomstgericht perspectief op
financiële stabiliteit

Alle componenten van het
financiële stelsel worden
bekeken

Macro- en micro-
prudentiële inzichten
worden gecombineerd

centrale banken en toezichtsautoriteiten nodig, vooral met betrekking tot het groeiende aantal grote multinationale bankengroepen in de EU.

Daarnaast heeft het snelle tempo van de financiële innovatie, in combinatie met de verdieping van de financiële integratie, de scheidslijnen tussen financiële intermediairs, markten en marktinfrastructuren maar ook tussen de verschillende financiële-marktsegmenten, doen vervagen. Belangrijke ontwikkelingen in dit opzicht zijn de grotere deelname van banken aan de kapitaalmarkten (door middel van bijvoorbeeld securitisatie van bankleningen, instrumenten voor overdracht van kredietrisico en complex gestructureerde financieringsproducten), de steeds groter wordende rol van financiële conglomeraten, de toenemende activiteiten van commerciële banken op het gebied van het verschaffen van infrastructuurdiensten en de groeiende deelname van niet-gereguleerde entiteiten aan de financiële markten en infrastructuren.

Dientengevolge is het nodig het kader voor controle, analyse en reactie op potentiële risico's in het financiële stelsel voortdurend te blijven ontwikkelen en te actualiseren, en daarbij rekening te houden met de verschillende onderlinge verbindingen tussen de componenten ervan en de daarmee verband houdende veranderingen. Deze taak wordt steeds veeleisender.

DE BELANGRIJKSTE SUCCESSEN VAN HET EUROSISTEEM

CONTROLE EN BEOORDELING VAN DE FINANCIËLE STABILITEIT

De ECB is van mening dat het waarborgen van financiële stabiliteit een belangrijke toekomstgerichte dimensie heeft: mogelijke bronnen van financiële risico's of kwetsbaarheden – zoals inefficiënties in de toewijzing van financiële middelen en verkeerde waardering of verkeerd beheer van financiële risico's – dienen zo veel mogelijk te worden gesignaleerd voordat zij onhoudbare en potentieel schadelijke onevenwichtigheden binnen het financiële stelsel teweegbrengen. Tegelijkertijd is het nuttig te proberen de omvang van dergelijke financiële zwaktes en hun potentiële effect op de algehele stabiliteit van het financiële stelsel in te schatten. Dit helpt met name de gerichtheid van het handelen van de particuliere en publieke sectoren op die risico's die een grotere kans maken de financiële stabiliteit te verstoren, te versterken.

Het Eurosysteem controleert en beoordeelt daarom regelmatig mogelijke bronnen van risico's en kwetsbaarheden in het financiële stelsel om zo opkomende onevenwichtigheden in een vroeg stadium te kunnen herkennen en om een basis te kunnen verschaffen voor doelgericht corrigerend optreden, zoals geïntensiveerd financieel toezicht of markttoezicht.

In dit kader besteedt het Eurosysteem nauwlettend aandacht aan de schokbestendigheid van de bankensector, die een cruciale rol speelt in de uitvoering en transmissie van monetair beleid, in het betalingsverkeer, en in het kanaliseren van middelen van spaarders naar beleggers/investeerders. Tegelijkertijd wordt deze analyse aangevuld met een bredere beoordeling die ingaat op de overige componenten van het financiële stelsel, zoals de markten, financiële intermediairs anders dan banken en infrastructuren, gezien de groeiende rol van deze componenten binnen het stelsel en hun nauwe banden met banken. Bovendien hecht het Eurosysteem groot belang aan nauwe samenwerking met de toezichtsautoriteiten bij de controle van de financiële stabiliteit om macro- en microprudentiële inzichten te kunnen combineren. De rol van het Comité voor Banktoezicht in de vorm van het verschaffen van een forum voor de uitwisseling van deskundigheid op het terrein van centraal bankieren en toezicht is in dit opzicht van cruciaal belang.

De activiteiten van het Eurosysteem op het vlak van controle en beoordeling van de financiële stabiliteit rusten op drie pijlers.

Ten eerste initieerde de ECB in 2000 de ontwikkeling van een allesomvattend kader voor de beoordeling van mogelijke risico's en kwetsbaarheden in het financiële stelsel van het eurogebied als geheel. Deze beoordeling beoogt de individuele en collectieve robuustheid van de instellingen, markten en infrastructuren in het eurogebied te bepalen, zicht te krijgen op de belangrijkste bronnen van risico's en kwetsbaarheden die problemen zouden kunnen vormen voor de toekomstige stabiliteit van het financiële stelsel, en het vermogen van het financiële stelsel om hiermee om te gaan, mochten deze risico's zich werkelijk voordoen, te evalueren. Sinds december 2004 worden de uitkomsten van deze systematische beoordeling gepresenteerd in de halfjaarlijks verschijnende "Financial Stability Review", die profiteert van input van het Comité voor Banktoezicht. Net als de soortgelijke publicaties die door andere centrale banken wereldwijd worden uitgegeven, is het voornaamste doel van de "Financial Stability Review" de financiële sector en het algemene publiek bewuster te maken van ontwikkelingen die van belang zijn voor de stabiliteit van het financiële stelsel van het eurogebied. Daarnaast beoogt de "Review" tevens een rol te spelen in het verlichten van financiële spanningen, of zelfs in het voorkomen daarvan, door een overzicht te geven van de bronnen van risico's en kwetsbaarheden die mogelijk de financiële stabiliteit zouden kunnen schaden.

Ten tweede voert het Comité voor Banktoezicht sinds 1999 regelmatig macroprudentiële analyses van de bankensector van de EU uit, waarvan de bevindingen sinds 2003 worden gepubliceerd in een jaarverslag met de titel "EU banking sector stability". Daarnaast beoordeelt het Comité voor Banktoezicht regelmatig structurele ontwikkelingen in de bankensector van de EU die van belang zijn voor centrale banken en toezichtsautoriteiten. Hiervan is het jaarverslag met de titel "EU banking structures", dat voor het eerst is gepubliceerd in 2002, de neerslag. De macroprudentiële en structurele analyses van het Comité voor Banktoezicht zijn gebaseerd op een combinatie van geaggregeerde statistische gegevens die worden verkregen van centrale banken en toezichtsautoriteiten in de EU, aangevuld met kwalitatieve en, voor zover mogelijk, toekomstgerichte gegevens verschaft door de leden van het Comité voor Banktoezicht.

Ten derde zijn de ECB en het Eurosysteem, samen met andere centrale banken van de EU, eveneens nauw betrokken bij, en dragen bij aan, het werk van andere instellingen en organen die de financiële stabiliteit in Europa en wereldwijd controleren. Op EU-niveau bestaat dit met name uit steun aan het Economisch en Financieel Comité, dat sinds 2003 aangelegenheden die met financiële stabiliteit te maken hebben halfjaarlijks beoordeelt in zijn zogeheten "Financial Stability Table" en dat belast is met de voorbereiding van de besprekingen van de Ecofin-Raad over deze zaken⁸. Op mondiaal niveau nemen de ECB en de nationale centrale banken van het Eurosysteem, wederom samen met andere centrale banken van de EU, actief deel aan de controlewerkzaamheden van het Internationaal Monetair Fonds, het Financial Stability Forum, de Committee on the Global Financial System en de Bank voor Internationale Betalingen.

Ondanks deze aanzienlijke successen zijn verdere verbeteringen van het kader van het Eurosysteem voor de controle en beoordeling van financiële stabiliteit nodig. Een belangrijke uitdaging in dit opzicht – niet alleen voor het Eurosysteem maar ook voor centrale banken en

De activiteiten van het Eurosysteem rusten op drie pijlers:

Halfjaarlijkse beoordeling van de financiële stabiliteit in het eurogebied...

... jaarlijkse macro-prudentiële en structurele analyse van de bankensector in de EU...

... bijdrage aan de controle van financiële stabiliteit in de EU en mondiaal

Kwantitatieve uitdagingen voor de beoordeling van financiële stabiliteit...

⁸ Waar het Economisch en Financieel Comité in zijn normale samenstelling bestaat uit vertegenwoordigers van Ministeries van Financiën en nationale centrale banken van de EU, de ECB en de Commissie, wordt het Comité voor zijn "Financial Stability Table"-samenstelling uitgebreid met de voorzitters van het Comité voor Banktoezicht en de toezichtscomités van de EU, welke laatste zijn opgericht in het kader van de Lamfalussy-benadering (zie de volgende paragraaf betreffende financiële regelgeving en financieel toezicht).

toezichtsautoriteiten wereldwijd – betreft de ontwikkeling van verbeterde kwantitatieve benaderingen voor het in kaart brengen van risico's voor de financiële stabiliteit en voor het beoordelen van de potentiële impact in het geval dat deze risico's zich werkelijk voordoen. Dit is een moeilijke opgave, want de kwantificering van de financiële-stabiliteitsdoelstelling is niet eenvoudig en een geschikt analytisch kader, met de aangewezen indicatoren, modellen en methodologieën, is inherent extreem complex. De continue en snelle verandering van het financiële stelsel samen met de financiële innovatie vormen bovendien extra uitdagingen voor de ontwikkeling van een geschikt analytisch kader. Met name de complexiteit van enkele van de nieuwe financiële instrumenten, de sectoroverschrijdende herverdeling van risico's en de ondoorzichtigheid van de transacties van een groeiend aantal niet-bancaire financiële instellingen hebben zowel de modellering van het financiële stelsel als de controle en beoordeling van risico's veel lastiger gemaakt⁹. Hoewel deze beoordelingsuitdagingen enorm zijn, is het belangrijk te erkennen dat de afgelopen jaren aanzienlijke vooruitgang is geboekt.

De halfjaarlijkse “Financial Stability Table” heeft geleidelijk aan analytische diepgang gewonnen, met name wat betreft de analyse van financiële markten en instellingen. Enige voorbeelden hiervan zijn de methoden ter kwantificering van de bedrijfssectorkredietrisico's waaraan grote en complexe bankengroepen blootstaan, de ontwikkeling van verschillende indicatoren van andere risico's voor banken, hedge funds en verzekeringsmaatschappijen, maar ook indicatoren van financiële-marktactiviteiten die tot doel hebben potentiële financiële onevenwichtigheden te signaleren. Een ander belangrijk element van deze inspanningen is de ontwikkeling van methodologieën voor de uitvoering, op macroniveau, van stress-tests met betrekking tot het financiële stelsel van het eurogebied. Het belangrijkste doel van deze tests is te komen tot een beoordeling van de potentiële gevolgen van extreme gebeurtenissen of aanzienlijke schokken voor het financiële stelsel in termen van economische kosten. Uiteindelijk zou een dergelijk kader voor stress-tests moeten helpen risico's naar hun belangrijkheid te kwantificeren en te prioriteren, en de controle en beoordeling van de financiële stabiliteit scherper toegespitst moeten maken. Bovendien zouden dergelijke stress-tests op macroniveau (wanneer zij eenmaal ten volle zijn geïmplementeerd) het Eurosysteem kunnen helpen de interne consistentie, en op die manier de toekomstgerichte dimensie, van zijn controle van financiële stabiliteit te verbeteren. De laatste paar jaar heeft de ECB nauw samengewerkt met het Comité voor Banktoezicht om methoden in kaart te brengen waarmee met name de grensoverschrijdende dimensie van de stress-tests kan worden versterkt, een aspect dat steeds relevanter wordt naarmate het eurogebied in toenemende mate financieel geïntegreerd raakt en de grensoverschrijdende activiteiten van financiële instellingen in belangrijkheid toenemen¹⁰.

Een andere grote uitdaging is de ontwikkeling van een adequate informatie-infrastructuur ter ondersteuning van de controle en beoordeling van de financiële stabiliteit en met name de versterking van de informatie-uitwisseling via het Comité voor Banktoezicht en het Comité voor Statistiek, met inbegrip van jaarlijkse verzameling van geconsolideerde bankgegevens voor het gehele bankwezen in de EU. De beperkte beschikbaarheid en kwaliteit van de gegevens zijn belangrijke belemmeringen gebleken voor de verdere ontwikkeling van kwantitatieve kaders voor de beoordeling van financiële stabiliteit. Het is daarom zeer belangrijk de reeks beschikbare gegevens van hoge kwaliteit uit te breiden.

9 Zie het artikel “Measurement challenges in assessing financial stability” in de “Financial Stability Review” van de ECB van december 2005.

10 Zie Fell, John (2007), “Challenges for EU-wide macro stress-testing”, een presentatie gegeven tijdens de ECB-conferentie over stress-testing en financiële-crisissimulatie-oefeningen, die is gehouden op 12 en 13 juli 2007. Deze presentatie kan op de website van de ECB worden gevonden onder: <http://www.ecb.europa.eu/events/pdf/conferences/sfi/Fell.pdf>.

FINANCIËLE REGELGEVING EN FINANCIËEL TOEZICHT

Ervan uitgaande dat de vanuit de particuliere sector ondernomen actie het zich voordoen van financiële onevenwichtigheden niet zou kunnen voorkomen, streeft het regelgevings- en toezichtskader van de EU ernaar de algehele veiligheid en gezondheid van financiële instellingen te bevorderen. De belangrijkste instrumenten in dit opzicht zijn bedrijfseconomische vereisten ten aanzien van kapitaalbuffers, “best practices” voor risicobeheersing en openbaarmaking.

Het Eurosysteem is nauw betrokken bij dit werk aangezien zijn macroprudentiële en structurele analyse van het financiële stelsel en de microprudentiële beoordeling door toezichthouders elkaar versterken. Tegen deze achtergrond brengen de ECB en het Eurosysteem advies uit over, en leveren zij een bijdrage aan, de ontwikkeling van het regelgevings- en toezichtskader van de EU. Daarnaast speelt de ECB een adviserende rol met betrekking tot voorgestelde wetgevingsveranderingen in financiële regelgeving en financieel toezicht op nationaal niveau.

De ECB en het Eurosysteem hebben de afgelopen jaren belangrijke bijdragen geleverd aan de versterking van het regelgevingskader van de EU voor financiële diensten. Eén zo'n bijdrage hield verband met het in 1999 gelanceerde Actieplan voor Financiële Diensten, dat een gemoderniseerd en veelomvattender EU-regelgevingskader voor financiële diensten tot stand bracht (zie Hoofdstuk 6). De ECB verschafte haar bijdrage aan de ontwikkeling van het Actieplan door middel van formele Adviezen over de verschillende door de Commissie gedane voorstellen voor wetgeving en door middel van haar deelname aan technische comités. Op dit werk voortbouwend droeg het Eurosysteem tevens bij aan de formulering van de beleidsstrategie van de EU voor financiële diensten voor de periode 2005-2010, die in december 2005 door de Commissie is gepubliceerd als Witboek.¹¹ De ECB en het Eurosysteem blijven tijdens de implementatie van het Witboek hun bijdragen en hun deskundigheid ter beschikking stellen.¹²

Het Eurosysteem is tevens actief betrokken bij de voortgaande ontwikkeling van het institutionele kader van de EU voor financiële regelgeving en financieel toezicht. Met name steunt het Eurosysteem krachtig het “Lamfalussy-kader” voor financiële regelgeving en financieel toezicht, dat beoogt het EU-besluitvormingsproces voor wetgeving efficiënter en flexibeler te maken, en tussen de lidstaten een coherenter regelgevings- en toezichtskader te verwezenlijken (zie Hoofdstuk 6). De ECB speelt tevens een actieve rol in het functioneren van het Lamfalussy-kader als waarnemer bij de Niveau-2-comités in de banken- en effectensectoren, en als lid van het Niveau-3-comité in de bankensector. Het Eurosysteem heeft, ten slotte, bijgedragen aan de continue controle van het functioneren van het Lamfalussy-kader.¹³

Doelstelling is de algehele veiligheid en gezondheid van financiële instellingen te waarborgen

ECB/Eurosysteem-advies over en -bijdrage aan...

... het regelgevingskader van de EU voor financiële diensten

... en aan het EU-kader voor financiële regelgeving en financieel toezicht

11 Zie de publicatie “European Commission’s Green Paper on Financial Services Policy (2005-2010). Eurosystem contribution to the public consultation” van 1 augustus 2005, die op de website van de ECB te vinden is onder <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecgreenpaperfinancialservicespolicy2005en.pdf>

12 Zo heeft het Eurosysteem bijvoorbeeld gereageerd op de raadgevingen door de Commissie betreffende mogelijke acties ten aanzien van beleggingsfondsen en hypotheek krediet.

13 Een belangrijk element van deze bijdrage hield verband met de herziening door de Commissie (in 2005) van het functioneren van het Lamfalussy-kader op het vlak van de wetgeving betreffende effectenmarkten; zie daartoe het document “Review of the application of the Lamfalussy framework to EU securities markets legislation. Contribution to the Commission’s Public Consultation” van 17 februari 2005, dat kan worden gevonden op de website van de ECB onder <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/lamfalussy-reviewen.pdf>. Het Eurosysteem was tevens betrokken bij het opstellen van het rapport van het Comité Financiële Diensten getiteld “Report on Financial Supervision”, dat in februari 2006 werd afgerond en in mei 2006 door de Ecofin-Raad is bekrachtigd. Meest recentelijk heeft het Eurosysteem bijgedragen aan de eerste volledige herziening van het Lamfalussy-kader voor alle financiële sectoren. Zie het document “Review of the Lamfalussy framework. Eurosystem contribution” van 30 november 2007, dat kan worden gevonden op de website van de ECB onder <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/lamfalussy-review2007en.pdf>.

Een eerste volledige herziening van de Lamfalussy-benadering voor alle financiële sectoren is in december 2007 uitgevoerd door de Ecofin-Raad. Verschillende EU-comités en -fora, maar ook het Eurosysteem, hebben aan deze beoordeling een bijdrage geleverd. Bij de herziening werd benadrukt dat het Lamfalussy-kader aanzienlijke vooruitgang heeft bevorderd in termen van de efficiëntie en transparantie van het wetgevingsproces van de EU en door een consistentere regelgevings- en toezichtskader te bewerkstelligen. De toezichtsuitkomsten dienen echter in alle lidstaten nog meer naar elkaar toe te groeien. Het wordt daarom noodzakelijk geacht het functioneren van de Lamfalussy-benadering te versterken door (i) nationale toezichthouders een Europees mandaat te verlenen, door (ii) in de EU-regels nationale opties en beslissingsmogelijkheden te verminderen en nauwere convergentie te bereiken van financiële-rapportagevereisten, en door (iii) de rol die de Lamfalussy-Niveau-3-comités spelen bij het streven naar convergentie en samenwerking op het vlak van toezicht te versterken, en de rol van colleges van toezichthouders bij het toezicht op grensoverschrijdende groepen te verruimen.¹⁴ De Ecofin-Raad zal tijdens zijn bijeenkomst in juni 2008 een besluit nemen over de praktische maatregelen tot uitvoering van deze prioriteiten.

BEHEERSING VAN FINANCIËLE CRISES

Ondanks de aanzienlijke verbeteringen in het voorkomen van grensoverschrijdende financiële crises, kan niet worden uitgesloten dat zich financiële verstoringen met potentiële grensoverschrijdende implicaties voor de financiële stabiliteit kunnen voordoen. Een door de particuliere sector aangedragen manier om de respectieve financiële problemen op te lossen is wederom de eerste aangewezen methode. Mocht echter de particuliere actie ontoereikend blijken om de crisis te beperken, dan zouden aanvullende publieke maatregelen eveneens kunnen worden overwogen. Het is echter aan de publieke sector om een beslissing te nemen over een dergelijke betrokkenheid, die gebaseerd zal moeten zijn op het begrip “constructieve ambiguïteit” om het risico van “moral hazard” tegen te gaan.

De verdeling van verantwoordelijkheden ten aanzien van crisisbeheersing tussen het Eurosysteem, de nationale centrale banken, toezichtsautoriteiten en Ministeries van Financiën hangt af van of de desbetreffende crisis een liquiditeitscrisis is of een solvabiliteitscrisis.

Bij een algemene liquiditeitscrisis zou de ECB via haar liquiditeitstransacties (zie Hoofdstuk 3) een bijdrage kunnen leveren aan een ordelijk functioneren van de geldmarkt, op basis van de op Eurosysteemniveau overeengekomen operationele procedures. Voorts zouden de nationale centrale banken – op tijdelijke basis en tegen toereikend onderpand – liquiditeitsnoodhulp kunnen verschaffen aan onvoldoende liquide maar solvabele kredietinstellingen. De mogelijke verschaffing van liquiditeitsnoodhulp is aan de discretie van de bevoegde nationale centrale bank, maar dient wel plaats te vinden overeenkomstig de in het Verdrag uiteengezette voorwaarden ten aanzien van het verbod op monetaire financiering, en uitsluitend in uitzonderlijke omstandigheden. De nationale centrale banken kunnen dergelijke noodhulp passend achten juist om potentiële systeemeffecten ten gevolge van “besmetting” via andere financiële instellingen of marktinfrastructuren te voorkomen of te matigen. In 1999 is het Eurosysteem specifieke procedures voor informatie-uitwisseling overeengekomen in het geval dat door een nationale centrale bank van het Eurosysteem liquiditeitsnoodhulp wordt verschaft. Deze procedures zijn bedoeld

¹⁴ Deze prioriteiten werden eveneens benadrukt in de hiervoor genoemde bijdrage van het Eurosysteem aan de Lamfalussy-herziening. Zie voor nadere informatie het artikel “Developments in the EU arrangements for financial stability” in het ECB Monthly Bulletin van april 2008.

ervoor te zorgen dat de impact van een dergelijke interventie door een nationale centrale bank – die de daarmee gepaard gaande kosten en risico's draagt – kan worden beheerst op een wijze die consistent is met het aanhouden van een passende gemeenschappelijke monetaire-beleidskoers.

Bij een solvabiliteitscrisis ligt de voornaamste verantwoordelijkheid voor de beheersing en oplossing van een crisis bij de Ministeries van Financiën die een beslissing nemen over de mogelijke verschaffing van financiële steun, en bij de toezichtsautoriteiten die uitzonderlijke toezichtsmaatregelen kunnen nemen om de instelling die in moeilijkheden verkeert te stabiliseren of kunnen besluiten deze instelling af te bouwen.

Ongeacht het feit of een financiële crisis een liquiditeitscrisis of een solvabiliteitscrisis is, kan het Eurosysteem de inspanningen ter beheersing van de crisis ondersteunen door gebruik te maken van de analytische deskundigheid en kennis die het heeft opgedaan bij de controle van de financiële stabiliteit en bij de beoordeling van potentiële kanalen waarlangs financiële verstoringen zich binnen het financiële stelsel kunnen voortzetten en van de potentiële implicaties voor de stabiliteit ervan. Bovendien kan het Eurosysteem, mocht een liquiditeits- of solvabiliteitscrisis van invloed zijn op de werking van marktinfrastructuren, actie ondernemen om ervoor te zorgen dat deze infrastructuur goed blijven functioneren.

Gezien de noodzaak van zeer tijdige en precies-gerichte actie tijdens een financiële crisis, is soepele en effectieve interactie tussen alle bevoegde autoriteiten – centrale banken, toezichtsautoriteiten en Ministeries van Financiën – van cruciaal belang. In de EU-context is dit een aanzienlijke uitdaging gezien het grote aantal betrokken autoriteiten. Bovendien is het, hoewel een duidelijke definiëring van verantwoordelijkheden en een structuur voor gemakkelijke informatie-uitwisseling en samenwerking nodig zijn, onmogelijk een universele blauwdruk voor crisisbeheersing te ontwerpen, omdat elke financiële crisis uniek is. Flexibiliteit en discretie zijn eveneens van essentieel belang om te waken tegen het risico van “moral hazard”.

Het afgelopen decennium is echter veel werk verricht om de EU-regelingen voor crisisbeheersing te versterken. Het Eurosysteem heeft in dezen actief bijgedragen aan drie belangrijke actierterreinen met betrekking tot (i) de verduidelijking van het wetgevingskader voor crisisbeheersing, namelijk de Richtlijn Kapitaalvereisten van 2006 en de Richtlijn Financiële Conglomeraten van 2002, (ii) de ontwikkeling en continue versterking van regelingen voor vrijwillige samenwerking tussen autoriteiten in de vorm van “Memoranda of Understanding” op EU-niveau, en (iii) crisissimulatie-oefeningen op zowel EU- als Eurosysteemniveau om de bestaande informele en wetgevingsregelingen te versterken en het algehele niveau van voorbereidheid op het omgaan met crises te verbeteren.¹⁵

Een belangrijke stap in de verdere versterking van de EU-regelingen voor crisisbeheersing is gezet in oktober 2007, toen de Ecofin-Raad een strategisch routeplan uitzette voor de EU-regelingen met betrekking tot financiële stabiliteit.¹⁶ De belangrijkste elementen van dit

... en solvabiliteitscrises

Effectieve interactie tussen autoriteiten is van cruciaal belang

Crisisbeheersing in de EU is versterkt...

... en verdere initiatieven worden ten uitvoer gelegd

15 In het artikel “The EU arrangements for financial crisis management” in het ECB Monthly Bulletin van februari 2007 wordt van deze drie werkerterreinen een overzicht gegeven.

16 Dit routeplan was gebaseerd op de aanbevelingen van de ad hoc-werkgroep van het Economisch en Financieel Comité betreffende de financiële-stabiliteitsregelingen van de EU (die bestond uit hooggeplaatste vertegenwoordigers van Ministeries van Financiën, nationale centrale banken, toezichtsautoriteiten, de ECB en de Commissie), die in september 2006 is opgericht om de mogelijkheden tot verduidelijking en versterking van de bestaande regelingen voor het oplossen van grensoverschrijdende financiële crises in de EU in kaart te brengen, daarbij in het bijzonder rekening houdend met de lessen die zijn geleerd uit de in april 2006 gehouden EU-brede crisissimulatie-oefening. Voor nadere informatie over het routeplan van de Ecofin-Raad en de respectieve vervolgmaatregelen, zie het artikel “Developments in the EU arrangements for financial stability” in het ECB Monthly Bulletin van april 2008.

Tabel I De belangrijkste bijdragen van het Eurosysteem op het terrein van financiële stabiliteit

Terrein	Niveau	Belangrijkste activiteiten van het Eurosysteem
Controle en beoordeling van financiële stabiliteit		
Beoordeling van het financiële stelsel van het eurogebied	Eurogebied	Halfjaarlijkse "Financial Stability Review" van de ECB
Macroprudentiële analyse van de bankensector van de EU	EU	Jaarlijks "EU banking sector stability"-rapport van de ECB
Structurele analyse van de bankensector van de EU	EU	Jaarlijks "EU banking structures"-rapport van de ECB
Controle van de financiële stabiliteit in de EU	EU	Bijdrage aan de besprekingen van Economisch en Financieel Comité/Financial Stability Table en Ecofin-Raad
Stress-tests op macroniveau	EU/ eurogebied	Bijdrage aan de ontwikkeling van eurogebiedbrede stress-tests op macroniveau
Financiële regelgeving en financieel toezicht		
Algehele EU-strategie voor financiële diensten	EU	Bijdrage aan het publieke-beleidsdebat (bijv. ten aanzien van de EU-beleidsstrategie voor financiële diensten voor de periode 2005-2010)
Specifieke initiatieven tot wetgeving	EU	Formele ECB-Adviezen en technische input (via de Lamfalussy-Niveau 2-comités in de effecten- en banksectoren)
Consistente tenuitvoerlegging van EU-regels	EU	Bijdrage aan de ontwikkeling van gemeenschappelijke toezichtsnormen en -praktijken in de bankensector (via het Lamfalussy-Niveau 3-comité en het Committee of European Banking Supervisors)
Versterking van het toezichtskader van de EU	EU	Bijdrage aan het publieke-beleidsdebat (bijv. de herziening van het Lamfalussy-kader in 2007)
Beheersing van financiële crises		
Versterking van het wetgevingskader van de EU	EU	Formele ECB-Adviezen en technische input (via de Lamfalussy-Niveau 2-comités)
Liquideitsnoodhulp	Eurogebied	Beoordeling door het Eurosysteem van de mate waarin de relevante, door de nationale centrale banken uit te voeren liquideitsnoodhulptransacties verenigbaar zijn met de heersende monetaire-beleidskoers
Systeembeoordeling van een financiële crisis	EU	Gemeenschappelijk analytisch kader van het Comité voor Banktoezicht en het Committee of European Banking Supervisors
Samenwerking tussen de centrale banken, Ministeries van Financiën en toezichtsautoriteiten van de EU	EU	Bijdrage aan de ontwikkeling van de in 2003, 2005 en 2008 overeengekomen "Memoranda of Understanding" Actieve deelname aan de ontwikkeling van een algehele strategie voor versterking van de EU-regelingen ten aanzien van financiële stabiliteit (bijv. met betrekking tot het routeplan van de Ecofin-Raad uit 2007) Betrokkenheid bij het ontwerpen en uitvoeren van crisissimulatie-oefeningen van de EU
Voorbereidheid van het Eurosysteem op financiële crises	Eurogebied	Financiële-crisissimulatie-oefeningen van het Eurosysteem

routeplan zijn (i) de bekrachtiging van een samenstel van gemeenschappelijke beginselen voor grensoverschrijdende crisisbeheersing alsook van een gemeenschappelijk analytisch kader voor de beoordeling van financiële crises dat is ontwikkeld door het Comité voor Banktoezicht en het Committee of European Banking Supervisors (formeel is dit geschied door de ondertekening van een nieuw "Memorandum of Understanding" door de Ministers van Financiën, centrale-bankpresidenten en banktoezichthouders van de EU in april 2008), (ii) de extra versterking

van dit kader door middel van specifieke samenwerkingsovereenkomsten tussen de betrokken autoriteiten ten aanzien van grensoverschrijdende instellingen, (iii) een uitnodiging aan de Commissie om, in nauwe samenwerking met de lidstaten, te komen tot een beoordeling van mogelijke verdere verduidelijkingen van de “thuisland/gastland”-regelingen voor crisisbeheersing binnen de Richtlijn Kapitaalvereisten en hiervoor eind 2008 voorstellen in te dienen, en (iv) een verzoek aan de Commissie te komen tot een beoordeling van mogelijke versterkingen van de regelgeving wat betreft de overdracht van activa binnen bankengroepen, de Richtlijn Liquidatie van Kredietinstellingen van de EU, en de rol van depositogarantieregelingen en publieke-sectorsteun bij crises.

LESSEN VOOR DE TOEKOMST

De afgelopen tien jaar is een groot aantal maatregelen genomen om de regelingen voor financiële stabiliteit in het eurogebied en de EU te versterken. Het Eurosysteem heeft in dit opzicht een belangrijke rol gespeeld. Ten eerste heeft het Eurosysteem op eurogebiedniveau verschillende acties ondernomen om de stabiliteit van het financiële stelsel van het eurogebied te bevorderen en te waarborgen, met name ten aanzien van de controle en beoordeling van de financiële stabiliteit en ten aanzien van markttransacties die bedoeld zijn om te reageren op algemene financiële schokken en spanningen in de geldmarkt van het eurogebied te verlichten. Ten tweede heeft het Eurosysteem nationale en EU-autoriteiten ondersteund in hun beleid ten aanzien van de controle en beoordeling van financiële stabiliteit, financiële regelgeving en financieel toezicht, en crisisbeheersing. Ondanks de aanzienlijke successen die zijn geboekt is het EU-kader voor financiële stabiliteit nog steeds volop in ontwikkeling en zijn verdere verbeteringen nodig om gelijke tred te kunnen houden met de vooruitgang in financiële integratie en innovatie.

Ten eerste zal het, wat betreft de controle en beoordeling van de financiële stabiliteit, belangrijk zijn ons begrip van het complexe en snel veranderende financiële stelsel te vergroten en actief bij te dragen aan de ontwikkeling van betere kwantitatieve benaderingen, waaronder de ontwikkeling van maatstaven voor een veelomvattender analyse van de onderlinge relaties tussen economische en financiële sectoren en verdere vooruitgang op het vlak van macrostress-tests.

Ten tweede zal het Eurosysteem een zeer actieve rol moeten blijven spelen door advies van hoge kwaliteit te geven ten aanzien van de voortgaande ontwikkeling van de EU-regelingen voor financiële regelgeving en financieel toezicht. Het waarborgen van het effectieve en efficiënte functioneren van het Lamfalussy-kader is een essentiële zaak, zowel om ten volle het potentieel van het versterkte regelgevingskader van de EU dat met het “Financial Sector Assessment Program” is ingesteld te kunnen benutten als om ervoor te zorgen dat de toezichtsregelingen van de EU gelijke tred houden met zowel de activiteiten van financiële groepen met aanzienlijke grensoverschrijdende activiteiten, die in de interne markt steeds prominenter worden, als met hun vereisten voor een gestroomlijnd en consistent toezichtsinterface.

Ten derde dient bij de versterking van de EU-regelingen voor crisisbeheersing de vaart erin te worden gehouden. Het “Memorandum of Understanding” van 2008 tussen de Ministeries van Financiën, centrale banken en toezichtsautoriteiten van de EU is in dit opzicht een belangrijk succes. Inspanningen zullen nodig zijn om deze overeenkomst effectief te implementeren en te testen om deze zo operationeel mogelijk te doen zijn. Het Eurosysteem zal in ieder geval ook zelf doorgaan met testen en, indien nodig, zijn eigen regelingen voor financiële crises blijven verbeteren.

Aanzienlijke successen van het Eurosysteem

Vier grote uitdagingen voor de toekomst

Het Eurosysteem dient, ten slotte, bij te dragen aan verdere versterking van de samenwerking tussen centrale banken en toezichtsautoriteiten in de EU, met name met betrekking tot de grote grensoverschrijdende financiële groepen. Geïntensiveerde informatie-uitwisseling over belangrijke ontwikkelingen in de activiteiten en het risicoprofiel van dergelijke groepen is nodig, zowel op voortgaande basis als in termen van de beheersing van stress-situaties.

7.3 TOEZICHT OP MARKTINFRASTRUCTUREN

Financiële-marktinfrastructuren vergemakkelijken de stromen van gelden, effecten en andere financiële instrumenten tussen economische partijen, en vormen aldus een essentiële component van het financiële stelsel als geheel. Marktinfrastructuren omvatten de verschillende betalings-systemen en systemen voor de handel, clearing en afwikkeling van effecten, het samenstel van regelingen, instellingen, regels en procedures die op hen van toepassing zijn, en de betaalinstrumenten die zij verwerken. Dankzij hun belangrijke rol en netwerkenmerken worden betalings- en effecteninfrastructuren vaak omschreven als het “vaatstelsel” van het financiële stelsel. De belangrijkste betrokkenen die met marktinfrastructuren te maken hebben zijn systeembeheerders, deelnemers (financiële instellingen), dienstenaanbieders, centrale banken, regelgevende organen en uiteindelijk alle economische partijen als eindgebruikers van betalings- en afwikkelingsdiensten.

Parallel aan de toenemende complexiteit van de financiële-marktinfrastructuren en aan de snel groeiende waarden en volumes van de door hen verwerkte financiële transacties, zijn centrale banken zich reeds lang bewust van het belang van het goede functioneren van deze infrastructuur voor het handhaven van de financiële stabiliteit. Uiteraard ligt de eerste verantwoordelijkheid voor het waarborgen van het betrouwbare functioneren van de marktinfrastructuren en voor het verschaffen van veilige en efficiënte betalings- en verrekeningsdiensten bij de systeemeigenaren en -beheerders. Het Eurosysteem (net als centrale banken in het algemeen) heeft echter gezien zijn verantwoordelijkheden ten aanzien van het monetaire beleid en de financiële stabiliteit, zijn rol in het verschaffen van verrekeningsrekeningen voor deelnemers aan betalings-systemen en zijn belang bij het handhaven van het vertrouwen van het algemene publiek in de gebruikte betaalinstrumenten, het toezicht op marktinfrastructuren tot een van zijn basisfuncties gemaakt. Het uiteindelijke beleidsdoel van toezicht is bevordering van de goede werking van de financiële-marktinfrastructuren, om zo doorwerking van verstoringen in deze infrastructuur op het financiële stelsel en op de economie als geheel te voorkomen. De voornaamste toezichtsactiviteiten zijn de ontwikkeling van toezichtsnormen, de continue controle van de prestaties van de marktinfrastructuur en de regelmatige, op een vaste methodologie gebaseerde beoordeling van hun naleving van de normen.

DE ROL VAN DE ECB EN HET EUROSISTEEM

Het Verdrag en de Statuten beschouwen toezicht als een van de fundamentele taken van het Eurosysteem. Artikel 105, lid 2, van het Verdrag en Artikel 3 van de Statuten bepalen dat een van de “via het ESCB uit te voeren fundamentele taken” is “het bevorderen van een goede werking van het betalingsverkeer”. Daarnaast bepaalt Artikel 22 van de Statuten: “De ECB en de nationale centrale banken zijn gerechtigd faciliteiten ter beschikking te stellen en de ECB kan verordeningen vaststellen ter verzekering van doelmatige en deugdelijke verrekenings- en betalingssystemen binnen de Gemeenschap en met andere landen”.

De toezichtsrol van het Eurosysteem heeft betrekking op betalings- en verrekeningssystemen – zowel systemen voor grote betalingen als retailbetalingssystemen – die de euro verwerken. Om gelijke concurrentievoorwaarden te waarborgen gelden voor de door het Eurosysteem beheerde systemen (bijv. TARGET2) dezelfde minimumnormen als voor particulier beheerde betalingssystemen.

Overeenkomstig hun belang voor de financiële stabiliteit, richtte de toezichtsfunctie zich oorspronkelijk voornamelijk op de eurobetalingssystemen voor grote betalingen. De toezichthouders hebben desalniettemin geleidelijk hun activiteiten uitgebreid tot retailbetalingssystemen, betaalinstrumenten en derdendienstenaanbieders.

BETALINGSSYSTEMEN, BETAALINSTRUMENTEN EN AANBIEDERS VAN INFRASTRUCTUURDIENSTEN

In overeenstemming met het gemeenschappelijke toezichtskader, zijn de nationale centrale banken verantwoordelijk voor de tenuitvoerlegging van het toezichtsbeleid van de ECB met betrekking tot betalingssystemen die wettelijk zijn opgericht in hun rechtsgebied. Bovendien kan de Raad van Bestuur besluiten toezichtsverantwoordelijkheden aan de ECB toe te kennen met betrekking tot systemen die bijzondere kenmerken hebben.

Tegen deze achtergrond is de ECB verantwoordelijk geweest voor het toezicht op het ECB Payment Mechanism als de door de ECB beheerde TARGET-component.¹⁷ De geïntegreerde structuur van TARGET2 als een nieuw platform dat in 2007 en 2008 geleidelijk in de plaats komt van TARGET heeft het echter nodig gemaakt de structuur van haar toezichtskader aan te passen. De Raad van Bestuur is uiteindelijk de instantie die toezicht houdt op het systeem, daarin bijgestaan door het Comité voor Betalings- en Verrekeningssystemen. Alle TARGET2-toezichtsactiviteiten worden geleid en gecoördineerd vanuit de toezichtsfunctie van de ECB, waarbij de nationale centrale banken van het eurogebied nauw betrokken zijn.

Daarnaast verricht de ECB overzichtactiviteiten voor de drie systemen die worden beheerd door de EBA Clearing Company van de Euro Banking Association (EBA CLEARING): EURO1 voor hoogwaardige betalingen, STEP1 voor individuele laagwaardige cliëntenbetalingen en STEP2, een nieuw platform dat batchverwerkingsdiensten aanbiedt voor grensoverschrijdende retailbetalingen.

¹⁷ Overeenkomstig de op Eurosysteemniveau overeengekomen beginselen, heeft de ECB voor de transactiefunctie en de toezichtsfunctie gescheiden organisatorische structuren opgezet om mogelijke belangenconflicten te voorkomen.

Toezicht als kerntaak van de
centrale bank: rol en reikwijdte

ECB als hoofdtoezichthouder

Samenwerkend toezicht voor CLS

Er zijn betalingssystemen die in euro luidende transacties verwerken die gevestigd zijn buiten het eurogebied (zogenoeten “offshore”-systemen). Het meest belangrijke systeem daarvan is het CLS-systeem, waarin de ECB – die daarbij, in nauwe samenwerking met het Federal Reserve System als hoofdtoezichthouder, de regels van het samenwerkend toezicht toepast¹⁸ – de rol vervult van toezichthouder met betrekking tot de verrekeningen in euro.

Retailbetalingssystemen en -instrumenten

Overeenkomstig het gemeenschappelijke toezichtskader van het Eurosysteem, wordt het toezicht op retailbetalingssystemen hoofdzakelijk uitgevoerd op het niveau van de nationale centrale banken. Om te zorgen voor een geharmoniseerde benadering, heeft het Eurosysteem desalniettemin zijn beleidskoers betreffende het toezicht op retailbetalingssystemen geformuleerd en in 2005 een gedetailleerde toezichtsbeoordeling van deze systemen uitgevoerd.

Wat betreft het toezicht op betaalinstrumenten heeft het Eurosysteem in 2007 een toezichtskader opgezet voor kaartbetalings-schemes die eurobetalingen verwerken. Na raadpleging van de markt is het kader in januari 2008 gepubliceerd.

Risicogebaseerd toezichtskader voor SWIFT

Het functioneren van de financiële-marktinfrastructuur wordt ondersteund door een aantal derdendienstenaanbieders. Een van hen, SWIFT, de mondiale aanbieder van veilige financiële-berichtendiensten voor de financiële sector, is verreweg de belangrijkste partij en vereist, hoewel het op zich geen betalingssysteem is, bijzondere aandacht van toezichthouders. In overeenstemming met de overeenkomst tussen de centrale banken van de G10, wordt op SWIFT sinds eind 1997 samenwerkend toezicht uitgeoefend, waarbij de Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique optreedt als hoofdtoezichthouder. In de context van haar deelname aan het samenwerkingskader betreffende SWIFT, heeft de ECB geholpen een samenstel van toezichtsverwachtingen van hoog niveau op te stellen voor de beoordeling van SWIFT. Dit initiatief is in juni 2007 afgerond en in het risicogebaseerde toezichtskader dat op SWIFT van toepassing is geïntegreerd.

EFFECTENCLEARING- EN AFWIKKELINGSSYSTEMEN

Groot belang bij effectenafwikkeling

Effectenafwikkelingssystemen en systemen voor clearing door centrale tegenpartijen zijn nauw verweven met betalingssystemen, vandaar dat het veilige functioneren ervan duidelijke implicaties heeft voor de financiële stabiliteit.¹⁹ Bovendien spelen de effectenafwikkelingssystemen een rol in het monetaire beleid doordat zij afwikkelingsdiensten verschaffen voor onderpand dat beleenbaar is voor krediettransacties van het Eurosysteem. Om deze reden hebben centrale banken, hoewel door het Eurosysteem geen gemeenschappelijk toezichtskader voor effectenafwikkelingssystemen wordt gehanteerd, er groot belang bij dat de effectenafwikkelingssystemen in het eurogebied goed functioneren.

Beoordelingen vanuit gebruikersperspectief

In 1998 heeft het Eurosysteem een reeks normen goedgekeurd om de geschiktheid van effectenafwikkelingssystemen voor het verschaffen van afwikkelingsdiensten bij Eurosysteem-krediettransacties te kunnen beoordelen vanuit een gebruikersperspectief (de zogeheten “gebruik-

18 Zoals in 1990 uiteengezet in het rapport “Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the Central Banks of the Group of Ten Countries” (het zogenoemde Lamfalussy-Rapport), en geactualiseerd in het in mei 2005 gepubliceerde rapport van het Committee on Payment and Settlement Systems, “Central Bank Oversight of Payment and Settlement Systems”.

19 De afwikkeling van effectentransacties bestaat uit twee delen, een geld-deel en een effecten-deel. De afwikkeling van het geld-deel van de effectentransacties vindt meestal plaats in de “real-time” bruto-vereveningssystemen van centrale banken, parallel aan de afwikkeling van het effecten-deel in een centrale effectenbewaarinstantelling, gebaseerd op de “delivery-versus-payment”-methode.

kersnormen”). Regelmatig worden beoordelingen van de effectenafwikkelingssystemen (met inbegrip van hun onderlinge koppelingen) uitgevoerd om na te gaan in welke mate zij deze gebruikersnormen naleven, om te waarborgen dat in het gehele eurogebied hetzelfde niveau van veiligheid bestaat voor krediettransacties. Het positieve resultaat van deze beoordelingen is een eerste voorwaarde voor die effectenafwikkelingssystemen en koppelingen om in aanmerking te komen voor gebruik bij de zekerheidsstelling bij krediettransacties van het Eurosysteem.

SAMENWERKING MET ANDERE AUTORITEITEN

Het Eurosysteem onderhoudt, als bijdrage aan de verwezenlijking van zijn toezichtsdoelstellingen, betrekkingen met de andere autoriteiten die verantwoordelijk zijn voor aangelegenheden die verband houden met marktinfrastructuur.

Om die reden is het kader voor samenwerking tussen centrale-banktoezichthouders en banken-toezichthouders in de EU vastgelegd in “Memoranda of Understanding” die ingaan op samenwerking en uitwisseling van informatie onder drie verschillende omstandigheden: (i) het opzetten van een betalingssysteem en applicaties voor toegang tot een dergelijk systeem, (ii) lopende activiteiten, en (iii) crisissituaties.

Daarnaast is in 2001 een kader voor samenwerking op het vlak van effectenclearing- en -afwikkelingssystemen tussen het ESCB en het Committee of European Securities Regulators (CESR) opgezet. Een ESCB/CESR-werkgroep is begonnen te werken aan de aanpassing van de zogeheten “CPSS-IOSCO-aanbevelingen” voor effectenafwikkelingssystemen en systemen voor clearing door centrale tegenpartijen aan de EU-omgeving.²⁰ Hoewel op dit terrein ESCB/CESR aanzienlijke vooruitgang heeft geboekt, moeten er nog steeds enige kwesties worden afgehandeld om het opstellen van de toezichtsnormen zoals die zijn voorzien voor effectenafwikkelingssystemen en systemen voor clearing door centrale tegenpartijen in de EU, te voltooien.

BELEIDSONTWIKKELINGEN EN HOOFDACTIVITEITEN

Het toezichtsbeleid en de toezichtsdoelstellingen van het Eurosysteem zijn vastgelegd in een aantal gepubliceerde documenten, in normen van hoog niveau en in door de Raad van Bestuur goedgekeurde beleidsverklaringen over bepaalde onderwerpen. De toezichtsfunctie voert regelmatig beoordelingen uit om na te gaan in welke mate marktinfrastructuur de voor hen geldende normen naleven. Zowel de verschillende stadia in de beleidsontwikkelingen als de hoofdactiviteiten die op dit terrein gedurende de afgelopen tien jaar zijn verricht, worden in Tabel 2 in chronologische volgorde weergegeven

LESSEN VOOR DE TOEKOMST

De toezichtsfunctie van centrale banken wordt uitgeoefend in een dynamische omgeving. De veranderingen in de financiële markten op Europees en mondiaal niveau, in het juridische domein en in de individuele marktinfrastructuur zelf (en in hun onderlinge relaties) moeten hun neerslag krijgen in het toezichtsbeleid en de toezichtsactiviteiten van centrale banken. De afge-

²⁰ CPSS staat voor het “Committee on Payment and Settlement Systems” van de G10-landen. IOSCO staat voor “International Organization of Securities Commissions”. De rapporten betreffende deze aanbevelingen voor effectenafwikkelingssystemen en systemen voor clearing door centrale tegenpartijen (“Recommendations for SSSs and for CCPs”) zijn te vinden op de website van de BIB.

Kaders voor samenwerking

Transparantie van beleid en activiteiten

Toezicht ontwikkelt zich in een dynamische omgeving

lopen tien jaar hebben laten zien dat de toezichtsfunctie van de ECB, in nauwe samenwerking met de nationale centrale banken van het Eurosysteem en het ESCB, en op internationaal niveau, in staat is met deze uitdagingen om te gaan. Het toezichtsbeleid en de toezichtsnormen hebben bijgedragen tot veilige en efficiënte betalings- en afwikkelingssystemen. De hechte interactie tussen toezichthouders en de relevante systeembeheerders en deelnemers heeft aanzienlijk bijgedragen aan de acceptatie van het toezichtsbeleid en de toezichtsnormen van het Eurosysteem in de markt en aan de vlotte implementatie ervan door de entiteiten waarop het toezicht wordt uitgeoefend.

In de context van toekomstige ontwikkelingen, en naast het lopende toezicht op de euromarkt-infrastructuren, voorzien de ECB- en Eurosysteem-toezichthouders dat zij zich zullen gaan richten op onder meer (i) verdere verbetering van de transparantie ten aanzien van toezichtsdoelstellingen en toezichtsactiviteiten door de openbare toezichtsbeleidsverklaring van het Eurosysteem van juni 2000 te actualiseren en door regelmatig een toezichtsverslag te publiceren, (ii) verdere bijdragen aan het werk van de ESCB/CESR-werkgroep, (iii) deelname aan de beraadslagingen tussen de aan het samenwerkende toezicht op het CLS-systeem en SWIFT deelnemende leden, (iv) gezamenlijk werk met andere centrale banken van de EU op het terrein van bedrijfscontinuïteit, en (v) de ontwikkeling van een risicogebaseerd toezichtskader. Gezien de gestage integratie van de financiële markten en marktinfrastructuren, met name in het euroge-

Tabel 2 De belangrijkste successen van de ECB/Eurosysteem-toezichtsfunctie

Beleidsontwikkelingen

In augustus 1998 publiceerde de ECB het "Report on electronic money", waarin zij voortbouwde op de onder auspiciën van het EMI uitgevoerde analyse. Het rapport gaat in op de redenen waarom de uitgifte van elektronisch geld dient te worden gereguleerd en specificeert de minimumvereisten waaraan partijen die elektronisch geld uitgeven moeten voldoen en de gewenste doelstellingen.

In november 1998 heeft het Eurosysteem zijn beleidsbeginselen uiteengezet ten aanzien van de ontwikkeling van betalings- en effectenlearning- en -afwikkelingsinfrastructuren die diensten verschaffen voor in euro luidende transacties van buiten het eurogebied.

In zijn verklaring van juni 2000 heeft de Raad van Bestuur van de ECB de rol van het Eurosysteem op het terrein van het toezicht op betalingssystemen verduidelijkt en zijn doelstellingen en beginselen toegelicht.¹

In februari 2001 heeft de Raad van Bestuur van de ECB zijn goedkeuring gehecht aan de "Core Principles for Systemically Important Payment Systems", de kernbeginselen voor betalingssystemen die van systeemkritisch belang zijn, als de reeks minimumnormen die het Eurosysteem hanteert voor zijn gemeenschappelijke toezichtsbeleid ten aanzien van betalingssystemen.² Deze beginselen vormen een leidraad voor het ontwerp en functioneren van de desbetreffende betalingssystemen door algemene vereisten te formuleren voor de essentiële kenmerken van deze infrastructuur, waaronder een solide juridische basis, adequaat beheer van financiële risico's, veiligheid en operationele betrouwbaarheid, efficiëntie en governance-regelingen. De "Core Principles" zijn van toepassing op alle typen betalingssystemen die van systeemkritisch belang zijn.³

In september 2001 heeft de ECB een document gepubliceerd met de titel "The Eurosystem's policy line with regard to consolidation in central counterparty clearing", waarin de beleidskoers ten aanzien van de mogelijke implicaties van het consolidatieproces in clearing door centrale tegenpartijen wordt uiteengezet.

In mei 2003 is het rapport "Electronic Money System Security Objectives" gepubliceerd. In dit rapport worden de verwachtingen van het Eurosysteem ten aanzien van de technische veiligheid van elektronisch-geldsystemen gespecificeerd. In het rapport wordt tevens een algemene beschrijving gegeven van elektronisch-geldsystemen, een grondige risico/bedreigingsanalyse en een lijst van veiligheidsdoelstellingen waaraan elektronisch-geldsystemen moeten voldoen om zich tegen deze risico's/bedreigingen te kunnen indekken.

In juni 2003 is goedkeuring gegeven aan een toezichtskader voor retailbetalingssystemen die euro verwerken. Dit kader heeft tot doel ervoor te zorgen dat retailbetalingssystemen geen systeemrisico's of economische verstoringen in het eurogebied kunnen teweegbrengen. Het kader bevat criteria voor de classificatie van retailbetalingssystemen naar hun systeembelang.

1) "Role of the Eurosystem in the field of oversight of payment systems oversight", dat is gepubliceerd op de website van de ECB.

2) Rapport van het Committee on Payment and Settlement Systems, "Core Principles for Systemically Important Payment Systems", dat is gepubliceerd op de website van de BIB.

3) Een betalingssysteem wordt van systeemkritisch belang geacht wanneer verstoringen binnen dit systeem verdere verstoringen zouden kunnen veroorzaken of doorgeven aan het bredere financiële stelsel. Het Eurosysteem beschouwt elk hoogwaardig betalingssysteem dat euro verwerkt als van systeemkritisch belang.

Tabel 2 De belangrijkste successen van de ECB/Eurosysteem-toezichtsfunctie (vervolg)

Het "Business Continuity Oversight Expectations for Systemically Important Payment Systems"-rapport is gepubliceerd in mei 2006. Als antwoord op de nieuwe typen bedreigingen die zich in de afgelopen jaren hebben aangediend, is het hoofddoel van dit rapport een geharmoniseerd toezichtskader voor bedrijfscontinuïteit in het eurogebied op te zetten. De bedrijfscontinuïteitstoelichtingsverwachtingen ten aanzien van betalingssystemen van systeemkritisch belang verschaffen een leidraad voor beheerders van betalingssystemen die van systeemkritisch belang zijn om een adequaat en consistent niveau van schokbestendigheid te kunnen verwezenlijken, zich daarbij richtend op bedrijfscontinuïteitsstrategie, -planning en -testen alsook crisisbeheersing.

In juli 2007 heeft de ECB de "Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions" gepubliceerd. Deze beginselen betreffende de vestigingsplaats en het beheer van infrastructuur die in euro luidende betalingstransacties verrekenen zijn van toepassing op alle bestaande of potentiële betalingsinfrastructuur die buiten het eurogebied zijn gevestigd en die eurotransacties verrekenen, en vormen een nadere specificering van het standpunt in dezen van het Eurosysteem, dat er in alle gevallen naar streeft de uiteindelijke controle over zijn valuta te behouden.

In januari 2008 heeft de Raad van Bestuur van de ECB zijn goedkeuring gehecht aan het rapport met de titel "Oversight Framework for Card Payment Schemes – Standards", met daarin gemeenschappelijke toezichtsnormen ten aanzien van de kaartbetalings-schemes die in het eurogebied werkzaam zijn. Deze normen zijn vooral gericht op het waarborgen van de veiligheid en efficiëntie van de kaartbetalings-schemes.

Beoordeling van belangrijke betalingsinfrastructuren

In 2001 heeft het IMF, op verzoek van de ECB, "Reports on the Observance of Standards and Codes (ROSCs) for the euro area in the context of its Financial Sector Assessment Program (FSAP)" opgesteld. Op het vlak van betalingssystemen had de beoordeling betrekking op TARGET en op het EURO1-systeem.⁴

Voordat het CLS-systeem in 2002 van start ging heeft de ECB, samen met andere centrale banken van de voor CLS-verrekening in aanmerking komende valuta's, een gezamenlijke risicobeoordeling van het systeem uitgevoerd. Vanwege de positieve uitkomsten van deze beoordeling heeft de ECB haar goedkeuring gegeven aan gebruik van de euro in CLS.

In de loop van 2003 zijn 19 betalingssystemen voor hoogwaardige betalingen in euro, met inbegrip van alle TARGET-componenten, beoordeeld aan de hand van de "Core Principles". De uitkomsten van deze beoordeling zijn in 2004 gepubliceerd op de website van de ECB.⁵

Begin 2005 hebben de toezichthouders van TARGET een toezichtsbeoordeling uitgevoerd van SORBNET-EURO, het "real-time" bruto-vereveningssysteem voor transacties in euro van Narodowy Bank Polski, gezien het voornemen dit systeem via het door Banca d'Italia beheerde BIREL-systeem te koppelen aan TARGET.

In augustus 2005 zijn de uitkomsten van een gedetailleerde toezichtsbeoordeling van 15 retailbetalingssystemen voor transacties in euro aan de hand van de toepasselijke "Core Principles" gepresenteerd op de website van de ECB.

In 2006 is een diepgaande toezichtsbeoordeling uitgevoerd ten aanzien van de gevolgen van koppeling van het "real-time" bruto-vereveningssysteem voor transacties in euro van Eesti Pank aan TARGET via het BIREL-systeem.

Vóór de implementatie in november 2007, is het ontwerp van TARGET2 onderwerp geweest van een grondige toezichtsbeoordeling aan de hand van de "Core Principles". Het ligt in de bedoeling dat de definitieve versie van het gedetailleerde beoordelingsverslag betreffende TARGET2 in de loop van 2009 wordt gepubliceerd.

Overige hoofdactiviteiten

In samenwerking met de nationale centrale banken wordt regelmatig een veelomvattende beschrijving van de verschillende betalings- en effectenafwikkelingssystemen die in de EU-landen werkzaam zijn opgesteld en ter beschikking gesteld in de ECB-publicatie "Payment systems in the European Union" (die bekend staat als het "Blue Book"), samen met het "Addendum to the Blue Book", met daarin gedetailleerde statistische gegevens betreffende deze systemen. De meest recente (vierde) editie van het "Blue Book" is gepubliceerd in 2007.

De toezichtsfunctie volgt de ontwikkelingen die op het vlak van correspondentenbanken plaatsvinden nauwlettend. Regelmatig worden enquêtes gehouden (meest recentelijk in 2005) onder een steekproef van banken om de kenmerken van dit bijzondere gebied van betalingsarrangementen te beoordelen vanuit een systeemrisicoperspectief. Gezien de vertrouwelijke aard van de door de banken verschaftte gegevens kunnen de uitkomsten van deze enquêtes uitsluitend worden ingezien door de deelnemers zelf.

In 2007 werd de eerdere beoordelingsmethodologie vernieuwd en werd een gemeenschappelijke methodologie ontwikkeld voor het toezicht op eurobetalingssystemen van systeemkritisch en prominent belang. Na een publieke consultatie (die plaatsvond in de tweede helft van het jaar) is de definitieve versie van de nieuwe methodologie in november 2007 gepubliceerd op de website van de ECB.⁵

4) In oktober 2001 gepubliceerd op de website van het IMF.

5) Zie het rapport "Assessment of euro large-value payment systems against the Core Principles".

bied maar ook mondiaal, zal de ECB groot belang blijven hechten aan nauwe samenwerking tussen toezichthouders binnen het Eurosysteem en het ESCB, alsook tussen toezichthouders en andere relevante overheidsinstanties, zoals banktoezichthouders en regelgevende instanties voor effecten.

BELANGRIJKE KENMERKEN VAN HET EUROGEBIED *



	€-15	EU-27	USA	Japan
Bevolking (miljoenen)	319	495	302	128
Bbp (koopkrachtpariteit, EUR biljoen)	8.9	12.6	12.0	3.7
Bbp per hoofd van de bevolking (koopkrachtpariteit, EUR duizend)	27.8	25.4	39.6	29.0
Aandeel in het mondiale bbp (koopkrachtpariteit, %)	16.1	22.7	21.3	6.6
Uitvoer (goederen en diensten, % bbp) **	22.6	14.2	11.8	18.4
Bruto investeringen in vaste activa (% bbp)	21.7	21.2	18.7	23.3
Bruto spaargeld (% bbp)	22.5	20.8	13.4	29.6

* 2007 ** In de cijfers voor het eurogebied zijn Cyprus en Malta niet begrepen.
Bronnen: Voor het eurogebied en de EU: ECB, Eurostat, nationale gegevens, IMF en berekeningen van de ECB. Voor de Verenigde Staten en Japan: nationale bronnen, IMF.

8 STATISTIEKEN



Statistieken van hoge kwaliteit vormen een essentieel ingrediënt voor de beleidsanalyse, het onderzoek en de besluitvorming van de ECB. Veel van de functies van de ECB (zoals die in eerdere hoofdstukken zijn beschreven) zouden niet goed kunnen worden uitgevoerd zonder de beschikbaarheid van tijdige, betrouwbare en coherente statistische gegevens. Daarnaast staan de statistieken van de ECB ten dienste van gebruikers als financiële-marktanalisten, academici en het algemene publiek. De door de ECB verschaftе statistieken kunnen de door de Raad van Bestuur genomen beslissingen beter helpen begrijpen en kunnen wellicht passende beleggings- en leenbeslissingen van het algemene publiek ondersteunen.

De ECB heeft behoefte aan een breed scala van hoog-kwalitatieve monetaire, financiële en economische statistieken (waaronder een nauwkeurige geaggregeerde maatstaf van de prijsontwikkeling) om haar hoofdverantwoordelijkheid, het handhaven van prijsstabiliteit in het eurogebied, te vervullen. Een nauwkeurig beeld van de vigerende economische situatie en van de structuur van de economie van het eurogebied is een noodzakelijk eerste vereiste voor goede analyse en beleidsvorming. In het allereerste begin waren er nauwelijks statistieken die betrekking hadden op het gehele eurogebied. Gedurende de afgelopen tien jaar zijn aanzienlijke inspanningen verricht om nieuwe statistieken te ontwikkelen en bestaande statistieken te verbeteren (in termen van harmonisatie van de vereiste begrippen, frequentie en tijdigheid).

Het statistische werk in Europa heeft geprofiteerd van nauwe samenwerking tussen de ECB en Eurostat. De ECB is verantwoordelijk voor monetaire en financiële statistieken, Eurostat voor algemene economische statistieken. Onder die laatste valt de Geharmoniseerde Consumptieprijsindex (Harmonised Index of Consumer Prices ofwel HICP), die voor de ECB het ijkpunt vormt voor prijsstabiliteit. De verantwoordelijkheid voor externe statistieken (die betreffende de betalingsbalans en de internationale investeringspositie) en voor de eurogebiedrekeningen wordt met Eurostat gedeeld.¹

Europese statistieken (d.w.z. de zowel door het ESCB als door Eurostat en nationale statistische instellingen geproduceerde statistieken) zijn de laatste tien jaar aanmerkelijk verbeterd, zowel wat betreft de beschikbaarheid als de kwaliteit. Het brede scala van thans bij de ECB beschikbare statistieken is eveneens geïntegreerd in een enkel kader dat een consistent overzicht biedt van de onderlinge relaties tussen de transacties en posities van de verschillende partijen, die zijn geïnclassificeerd naar de rol die zij spelen in de economie (bijvoorbeeld huishoudens, niet-financiële vennootschappen, financiële vennootschappen, overheid). Deze zogeheten eurogebiedrekeningen verschaffen een veelomvattend kwartaaloverzicht van de economische en financiële ontwikkelingen in het eurogebied.

In Paragraaf 8.1 wordt uiteengezet hoe de ECB betrouwbare en tijdige monetaire, financiële en externe statistieken betreffende het eurogebied heeft ontwikkeld ten behoeve van de analyse, het onderzoek, de beslissingen en de communicatie van de ECB. In Paragraaf 8.2 wordt ingegaan op de economische statistieken die door Eurostat worden samengesteld. In Paragraaf 8.3 worden de door de ECB toegepaste kwaliteitsnormen voor de samenstelling van haar statistieken nader bekeken, en in Paragraaf 8.4 wordt de verdere voortgang uiteengezet.

¹ Voor nadere details over de precieze verdeling van taken ten aanzien van statistieken op Europees niveau, zie het "Memorandum of Understanding on economic and financial statistics between the Directorate General Statistics of the ECB (DG Statistics) and the Statistical Office of the European Communities (Eurostat)", dat te vinden is op http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_mou_with_eurostat1.pdf.

Gedurende de laatste tien jaar aanzienlijke vooruitgang bij de beschikbaarheid van statistieken voor het eurogebied

Nauwe samenwerking tussen de ECB en Eurostat

Bij het begin veel onvolkomenheden en weinig standaardisatie

Monetaire, financiële en betalingsbalansstatistieken zijn gestaag verbeterd

8.1 STATISTIEKEN VAN DE ECB

Het opstellen van de eurogebiedstatistieken gedurende het midden van de jaren negentig van de vorige eeuw was een uitdaging, aangezien de toentertijd beschikbare statistieken aanzienlijke lacunes en zwaktes vertoonden.² Zelfs de begrippen, definities en classificaties waren verre van gestandaardiseerd.

De oorspronkelijke reeks eurogebiedstatistieken die de ECB in 1999 ter beschikking stond omvatte slechts de allernoodzakelijkste statistieken: geharmoniseerde balansen voor monetaire financiële instellingen (MFI's) waaruit de monetaire aggregaten en de belangrijkste tegenposten voor geld (met inbegrip van door MFI's verschaft leningen) konden worden berekend, een beperkt scala van niet-geharmoniseerde retailrentetarieven, enkele financiële-marktgegevens verkregen uit commerciële bronnen en belangrijke posten op de betalingsbalans, aangezien een geografische uitsplitsing van tegenpostlanden niet bestond. Daarnaast waren uitsluitend jaarlijkse statistieken betreffende overheidsfinanciën beschikbaar, samen met enkele beperkte gegevens op jaarbasis ten aanzien van besparingen, beleggingen en financiering in het nieuw opgerichte eurogebied. In de meeste gevallen was de lengte van de tijdreeks zeer kort.

In november 1999 werden hieraan toegevoegd statistieken betreffende de uitgifte van effecten door overheden van het eurogebied en financiële en niet-financiële vennootschappen. Vanaf begin 2003 bevatten de statistieken betreffende de balansen van MFI's gedetailleerder uitsplitsingen van instrumenten, looptijden en tegenpostsectoren. Tegelijkertijd werden geharmoniseerde statistieken betreffende MFI-rentetarieven ingevoerd, die een uitsplitsing van zowel deposito's als leningen naar looptijd en doel bevatten. In de nabije toekomst zullen de statistieken betreffende beleggingsfondsen worden geharmoniseerd en zullen deze betrekking hebben op het gehele eurogebied en beter tegemoetkomen aan gebruikersbehoeften. De ECB heeft van Eurostat de publicatie van de dagelijkse eurogebiedrendementscurves voor overheidsobligaties overgenomen.

Wat betreft de externe statistieken heeft de ECB geleidelijk de betalingsbalansgegevens voor het eurogebied verbeterd door meer uitsplitsingen te verschaffen, door uitgaven en ontvangsten afzonderlijk te laten zien en door een geografische uitsplitsing van de belangrijkste tegenhangers (bijvoorbeeld de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk, de EU-landen buiten het eurogebied, Japan en China) te presenteren. De ECB publiceert nu ook een internationale investeringspositie op kwartaalbasis, die kan worden beschouwd als de financiële balans van het eurogebied als geheel, en een uitsplitsing van de veranderingen in de internationale investeringspositie (naast de betalingsbalanstransacties, die voornamelijk betrekking hebben op waarderingsveranderingen van financiële activa en passiva ten gevolge van prijs- en wisselkoersontwikkelingen). Voorts zijn de statistieken betreffende de nominale en de reële effectieve wisselkoers en betreffende de internationale rol van de euro beschikbaar gemaakt, en deze zijn recentelijk aangevuld met maandelijkse geharmoniseerde nationale indicatoren van concurrentievermogen die zijn gebaseerd op consumptieprijsindices.

Veel statistieken en statistische indicatoren worden tevens samengesteld om te kunnen komen tot een beoordeling van de ontwikkelingen op de financiële markten, de financiële integratie in

2 Voor nadere details over de ontwikkeling van eurogebiedstatistieken, zie "The development of statistics for Economic and Monetary Union", door Peter Bull (2004), te vinden op <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/developmentstatisticsemu200406en.pdf>.
3 Zie het artikel in het ECB Monthly Bulletin van november 2007.

Europa, de algehele financiële stabiliteit en die binnen de bankensector van de EU, en de ontwikkeling van betalingen, betalingsinfrastructuren en de handel in en clearing en afwikkeling van effecten.

Een belangrijke mijlpaal werd bereikt in juni 2007, toen de ECB, samen met Eurostat, de eerste geïntegreerde economische en financiële rekeningen van het eurogebied op kwartaalbasis, uitgesplitst naar institutionele sector, publiceerde.³ Deze rekeningen verschaffen een veelomvattend en coherent overzicht van de financiële en economische ontwikkelingen in het eurogebied en van de onderlinge relaties tussen de verschillende sectoren in het eurogebied (huishoudens, bedrijven en overheid) en tussen hen en de rest van de wereld. De eurogebiedrekeningen kunnen worden beschouwd als de nationale rekeningen voor het eurogebied. De volledige integratie en bijna volledige consistentie van deze rekeningen, maar ook hun gezamenlijke en gelijktijdige verzameling elk kwartaal door twee instellingen (de ECB en Eurostat) is een unieke verworvenheid.⁴

8.2 OVERIGE ECONOMISCHE STATISTIEKEN

Bij het begin van de Economische en Monetaire Unie heeft Eurostat (in samenwerking met de nationale statistische instellingen) de HICP ontwikkeld als een geharmoniseerde prijsindex, maar ook enkele andere statistieken betreffende prijzen, kosten, arbeidsmarkten en andere economische ontwikkelingen. Beperkte gegevens betreffende nationale rekeningen voor het eurogebied waren al beschikbaar, maar voor monetaire-beleidsdoeleinden liet de tijdigheid van deze statistieken echter te wensen over. Sinds die tijd is de tijdigheid van de relevante door Eurostat verschaft eurogebiedstatistieken aanzienlijk verbeterd, met name na de goedkeuring van het Actieplan voor EMU-Statistieken (2000) door de Ecofin-Raad en de opstelling van een lijst van maandelijkse en driemaandelijkse “Principal European Economic Indicators” in 2002. Zo zijn bijvoorbeeld de tijdige voorlopige (“flash”) schattingen voor de HICP en voor de driemaandelijkse volumeveranderingen in het bbp belangrijke verworvenheden, en deze gegevens worden meegenomen in de monetaire-beleids- en economische analyses. Daarnaast is het scala van beschikbare statistieken betreffende de overheidsfinanciën (zowel op jaar- als kwartaalbasis) aanzienlijk uitgebreid. De methodologische standaarden zijn op alle terreinen verbeterd.

Er dienen echter nog verder inspanningen te worden verricht op het gebied van statistieken (wat betreft nieuwe statistieken, en de frequentie en/of kwaliteit van de beschikbare statistieken).⁵ Verbeteringen zijn nog steeds nodig, vooral op het terrein van statistieken betreffende diensten, arbeidsmarkten (namelijk het integreren van arbeidsmarktstatistieken in de nationale rekeningen ten behoeve van de groei- en productiviteitsanalyses) en huizenmarkten. Verdere verbeteringen ten aanzien van de tijdigheid en andere kwaliteitsverbeteringen zijn eveneens vereist voor enkele andere statistieken. Dit zou een nauwere coördinatie van statistische processen tussen de Europese statistische instellingen nodig kunnen maken en kunnen vragen om gecoördineerde publicaties van nationale gegevens die voldoen aan Europese tijdigheidsdoelstellingen en op één lijn gebracht herzieningsbeleid. Een passende communicatie van statistieken, ten slotte, is eveneens van cruciaal belang. Dit geldt met name voor de HICP (zie Kader 7).

De eerste eurogebiedrekeningen gepubliceerd in 2007

Aanzienlijke vooruitgang met economische statistieken maar uitdagingen blijven bestaan

Verdere verbetering van tijdigheid en kwaliteit noodzakelijk

4 Voor een volledig overzicht van de door de ECB samengestelde en beschikbaar gestelde statistieken, zie “ECB statistics: an overview”, ECB, 2008.

5 Zie het “EFC 2007 Status Report on Information Requirements in EMU” van oktober 2007, te vinden op <http://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/statusreport2007.pdf>.

Hoog-kwalitatieve HICP
een indicator van
prijsstabiliteit

HICP gebaseerd op
1,7 miljoen individuele
waarnemingen iedere
maand

Ruimte voor verdere
harmonisatie

Kader 7

ROL VAN DE GEHARMONISEERDE CONSUMTIEPRIJSINDEX

Gezien haar hoofdverantwoordelijkheid, het handhaven van prijsstabiliteit, heeft de ECB behoefte aan hoog-kwalitatieve statistieken betreffende de prijsontwikkeling. In dit kader kent zij dan ook een prominente rol toe aan de Geharmoniseerde Consumptieprijsindex (“Harmonised Index of Consumer Prices” ofwel HICP) voor het eurogebied zoals die maandelijks door Eurostat wordt samengesteld. De HICP wordt tevens gebruikt om te komen tot een beoordeling van welke andere landen van de EU klaar zijn om de euro als munteenheid aan te nemen. De geharmoniseerde consumptieprijsindices worden dan ook geproduceerd voor alle EU-landen.

De HICP heeft betrekking op de prijsveranderingen met betrekking tot de consumptie-uitgaven van alle huishoudens aan goederen en diensten. Het is een goede maatstaf voor de consumptieprijsinflatie, die wordt samengesteld conform de beste internationale normen. De HICP voor het eurogebied wordt samengesteld op basis van meer dan 1,7 miljoen individuele prijswaarnemingen ten aanzien van goederen en diensten iedere maand, bij 200.000 verkooppunten in rond 1.500 kleine en grote steden in het gehele eurogebied.

Voor elk product worden de prijzen bij verschillende verkooppunten en in verschillende regio's verzameld. De sub-index voor boekenprijzen bijvoorbeeld houdt rekening met verschillende typen boeken (fictie, non-fictie, naslagwerken, enz.) die worden verkocht in boekenwinkels en supermarkten en door internetleveranciers. Productgroepen binnen de index worden gewogen overeenkomstig hun relatieve belang in de totale consumptie-uitgaven van huishoudens. Deze wegingen worden regelmatig geactualiseerd om zo veranderingen in uitgavenpatronen in de loop der tijd te weerspiegelen en de index representatief te houden. Er is veel werk verricht aan de geharmoniseerde behandeling van complexe kwesties (zoals de prijzen van verzekerings-, gezondheids- en onderwijsdiensten) en aan de opname van nieuwe of aanzienlijk veranderde producten.

Er is altijd ruimte voor verbetering. Een prioriteit is een geharmoniseerder behandeling van veranderingen in de kwaliteit van producten. Zo kan bijvoorbeeld een autofabrikant extra veiligheidskenmerken (zoals airbags) toevoegen aan een nieuw model en tegelijkertijd de prijs daarvan verhogen. Om de zuivere prijsverandering correct te kunnen meten, is het noodzakelijk te kunnen schatten in hoeverre de prijsstijging van de auto een weerspiegeling vormt van de aan de auto toegevoegde kwaliteit door de installering van airbags. Er wordt thans veel werk verricht om de in de verschillende landen gehanteerde methoden voor kwaliteitsaanpassingen verder te ontwikkelen en te harmoniseren. Een tweede prioriteit is de behandeling van eigenhuisbezit. Waar de veranderingen in woninghuur waarmee huurders te maken hebben in de HICP worden meegenomen, worden de meeste van de kosten die huishoudens hebben in verband met eigenhuisbezit dat niet. Aangezien de aantallen huishoudens die een huis bezitten of huren in de landen van het eurogebied aanzienlijk uiteenlopen, zou de opname van het eigenhuisbezit zowel de vergelijkbaarheid van de HICP tussen de landen van het eurogebied als de dekking van de prijsindex verbeteren.

8.3 KADER VOOR STATISTIEKEN VAN HOGE KWALITEIT

Statistieken van hoge kwaliteit spelen een centrale rol in de beleidsanalyses, beslissingen en communicatie van de ECB. In de EU zijn in het bijzonder de kwaliteit, betrouwbaarheid en onpartijdigheid van de statistieken van belang vanwege het gebruik ervan door nationale autoriteiten. De controle van het Stabiliteits- en Groeipact, besluiten aangaande uitbreiding van het eurogebied, en de nationale bijdragen aan de EU-begroting en het regionale beleid van de EU zijn allen afhankelijk van de hoge kwaliteit van de onderliggende statistische gegevens.

De statistieken van de ECB voldoen aan op brede schaal overeengekomen mondiale en Europese statistische normen. Bovendien neemt de ECB actief deel aan de verdere ontwikkeling van deze normen (bijvoorbeeld het Systeem van Nationale Rekeningen, het Europees Systeem van Rekeningen en de “Balance of Payments Manual”) en werkt zij in het algemeen nauw samen met de relevante internationale organisaties (de Europese Commissie, het IMF, de BIB, de OESO en de VN) om te komen tot mondiale harmonisatie van normen en definities voor economische en financiële statistieken.

In 2007 is de “Public commitment with respect to the ESCB’s statistical function” gepubliceerd, die uitdrukking gaf aan het belang van kwaliteit en governance op het terrein van statistieken. Hierin worden benadrukt goede praktijken, ethische normen en samenwerking op grond van de beginselen van onpartijdigheid, wetenschappelijke onafhankelijkheid, kosteneffectiviteit, statistische betrouwbaarheid, vermindering van buitensporige belasting van partijen die gegevens rapporteren en hoge kwaliteit van de gegevensproductie. Bovendien wordt in het in 2008 gepubliceerde “ECB Statistics Quality Framework” uitgebreider ingegaan op de kwaliteitsbeginselen aan de hand waarvan de ECB-statistieken worden geproduceerd.

Een regelmatige dialoog tussen de gebruikers en samenstellers van statistieken, de naleving van mondiale statistische normen en een duidelijke committering aan hoge kwaliteit en goede governance zijn van essentieel belang voor de samenstelling van eurogebiedstatistieken die geschikt zijn voor de monetaire-beleidsmakers van de ECB. Om een goed evenwicht te bewaren tussen gebruikersbehoeften ten aanzien van statistieken en de kosten van productie van deze statistieken, worden de beslissingen aangaande nieuwe of aanzienlijk verbeterde ECB-statistieken altijd gebaseerd op een systematische beoordeling van de bijkomende voordelen en kosten.

Hoewel de statistieken minder dan 2% van de algehele administratieve belasting vertegenwoordigen, hebben Europese statistici zich in ieder geval verplicht de beantwoordingslast ten aanzien van hun enquêtes tot een minimum te beperken. Eén oplossing zou zijn om de gegevens slechts eenmaal te verzamelen en deze vervolgens onder de statistische autoriteiten die ze nodig hebben te verspreiden, uiteraard conform strikte betrouwbaarheidsnormen. Dit zou juridische veranderingen alsook effectieve samenwerking tussen de ECB en de nationale centrale banken, de nationale statistische instellingen en financiële toezichthouders nodig kunnen maken. Tegelijkertijd dient te worden erkend dat statistieken van goede kwaliteit altijd zullen moeten vertrouwen op een behoorlijk aantal steekproefenquêtes.

Een belangrijk kwaliteitsaspect betreft ook de toegankelijkheid van de door de ECB geproduceerde en verspreide statistieken. Het afgelopen decennium zijn op dit vlak aanzienlijke verbeteringen aangebracht. Het statistische deel van het Maandbericht is in de loop der tijd aanmerkelijk uitgebreid geworden. Het maandelijks verschijnende Statistics Pocket Book verschaft essentiële gegevens in een handig formaat. De ECB publiceert nu elk jaar rond 70 statistische persbe-

Statistieken hebben veel doeleinden en gebruikers

Kwaliteit en governance zijn topprioriteiten in statistieken

Een goed evenwicht tussen de gebruikersvraag...

... en de rapportagelast is nodig

Verdere verbetering
van de verzameling
en samenstelling
van statistieken nodig...

... maar ook nauwe
samenwerking
tussen alle betrokkenen

richten. De grootste stap vooruit in de toegankelijkheid van de gegevens is echter gezet in 2006, toen het zogeheten Statistical Data Warehouse van start ging, van waaruit gegevens rechtstreeks en kosteloos kunnen worden gedownload.⁶ Thans bezoeken per jaar rond 250.000 verschillende gebruikers deze internet-database.

8.4 LESSEN VOOR DE TOEKOMST

De beschikbaarheid en tijdigheid van de ECB-statistieken zijn in de loop der tijd aanzienlijk verbeterd en kunnen zich nu goed meten met die in andere grote valutagebieden. Ondanks deze vooruitgang zijn verdere verbeteringen nog steeds nodig. De huidige ontwikkelingen richten zich primair op het verschaffen van (i) tijdiger, vollediger en consistentere economische rekeningen van het eurogebied, (ii) geharmoniseerde statistieken betreffende verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen, en (iii) uitgebreidere statistieken betreffende de securitisatie van activa. Daarnaast dient de meting van kredietrisico-overdrachten te worden verbeterd.

In het algemeen zouden de door de ECB geproduceerde statistieken moeten blijven voldoen aan de immer veranderende gebruikersbehoeften en zouden zij de meest recente economische en financiële omstandigheden moeten weerspiegelen. Trends zoals de globalisering, financiële integratie en financiële innovatie dienen ook tot uitdrukking te komen in de geaggregeerde statistieken.

Tegen deze achtergrond heeft de Raad van Bestuur een strategische visie bekrachtigd die de effectiviteit en efficiëntie van de verzameling en samenstelling van eurogebiedstatistieken verder zou moeten verbeteren. Dit betekent onder meer nog intensievere samenwerking tussen de statistische afdelingen van de nationale centrale banken en de ECB, en tussen hen en externe partners zoals statistische instellingen, toezichthouders en vertegenwoordigers van de financiële sector. De daaruit voortvloeiende efficiëntiewinst zou kunnen worden gebruikt om enkele van de resterende lacunes in de statistieken van de ECB weg te nemen.

⁶ Zie voor nadere details: <http://sdw.ecb.europa.eu/>.

EUROBANKBILJETTEN



EUROMUNTEN



9 EUROBANKBILJETTEN - EEN TASTBAAR SYMBOOL VAN INTEGRATIE



In 1999 werd de euro op de financiële en valutamarkten officieel ingevoerd als wisseleenheid en munt. Het grote publiek maakte echter kennis met de euro op 1 januari 2002, toen de bankbiljetten en munten werden geïntroduceerd. Tijdens deze drie jaar durende overgangperiode werd de eerste voorraad van meer dan 15 miljard eurobankbiljetten gedrukt, een aantal waarmee 15.000 voetbalvelden kunnen worden bedekt, alsook 52 miljard euromuntstukken. Iedereen heeft dit tastbare symbool van economische en monetaire integratie vandaag de dag op zak. Het verhaal gaat evenwel terug tot tien jaar vóór de eigenlijke overgang op de chartale euro¹.

Drie jaar om de chartale euro te drukken

Dit hoofdstuk is als volgt opgebouwd. Paragraaf 9.1 biedt een beknopt overzicht van de geschiedenis van de eurobankbiljetten. In paragraaf 9.2 worden de belangrijkste stappen in de overgang op de chartale euro overlopen. Paragraaf 9.3 bevat een aantal statistieken. Paragraaf 9.4 handelt over het valutabeheer en in paragraaf 9.5 wordt nader ingegaan op de tweede reeks bankbiljetten die momenteel wordt voorbereid.

9.1 EUROBANKBILJETTEN: EEN HISTORISCHE SCHETS

In 1995 kwam de Europese Raad overeen de Europese eenheidsmunt “euro” te dopen. Achter de schermen hadden de voorbereidingen voor de eurobankbiljetten echter reeds drie jaar eerder een aanvang genomen met discussies over enkele fundamentele problemen. In 1994 opteerde de Raad van het Europees Monetair Instituut (EMI) voor een volgorde van 1:2:5 voor de bankbiljetten (b.v. 10, 20 en 50). Die volgorde werd ook toegepast op de euromuntstukken (b.v. 1 cent, 2 cent, 5 cent). Het systeem is decimaal en vergemakkelijkt de berekeningen. Het beperkt tevens het voor het betalen van elk bedrag vereiste aantal bankbiljetten tot een minimum. Wereldwijd volgen de meeste valuta's deze coupurevolgorde.

De coupures vereenvoudigen het gebruik

De coupuresamenstelling van de eurobankbiljetten is gebaseerd op die van de voormalige nationale valuta's. Als grootste coupure werd 500 genomen, rekening houdend met het feit dat bankbiljetten met een waarde van 200 tot 500 werden uitgegeven in België, Duitsland, Italië, Luxemburg, Nederland en Oostenrijk. De kleinste coupure werd vastgesteld op 5.

Ook de optie van bankbiljetten van 1 en 2 werd overwogen, nadat vanuit verschillende hoeken op de invoering ervan was aangedrongen. De ECB heeft dit verzoek nauwgezet onderzocht en het advies ingewonnen van de verschillende partijen in de chartale cyclus, zoals de Europese bank- en kleinhandelsverenigingen. Zij kwam echter tot de conclusie dat er geen behoefte was aan dergelijke kleine coupures. In feite zouden bankbiljetten met een lage waarde – bijvoorbeeld bankbiljetten van 1 of 2 – de verwerking van cash geld bemoeilijken en leiden tot een verslechtering van de algemene kwaliteit van de bankbiljetten in omloop, aangezien ze zouden worden gebruikt als wisselgeld bij kleine aankopen, terwijl muntstukken daar beter voor geschikt zijn. Bovendien bleek uit enquêtes bij het grote publiek dat slechts een derde van de bevolking in het eurogebied gewonnen was voor dergelijke bankbiljetten. Daarom besloot de Raad van Bestuur in 2004 de coupurestructuur van de bankbiljetten ongewijzigd te laten voor zowel de huidige als de tweede reeks eurobankbiljetten.

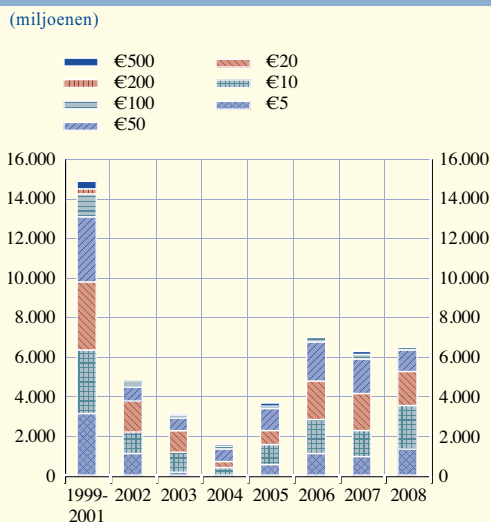
Bankbiljetten met lage waarde zijn te duur

Begin 1996 organiseerde het EMI, op basis van vooraf vastgestelde specificaties, een ontwerp-wedstrijd voor eurobankbiljetten. In december van dat jaar selecteerde de EMI-Raad de win-

¹ Zie “How the euro became our money”, ECB 2007.

Identieke biljetten drukken de kosten en vereenvoudigen het geldbeheer

Grafiek 1 Productievolume van de eurobankbiljetten



Bron: ECB

nende ontwerpreeks met als thema “Stijlperiodes van Europa”. Het winnende ontwerp was vóór zijn selectie voorgedragen door een jury van onafhankelijke deskundigen op het gebied van marketing, design en kunstgeschiedenis, en in heel Europa uitgetest via een representatieve enquête. De ontwerpen van de eurobankbiljetten bevatten doelbewust geen nationale kenmerken - ze zijn echt Europees².

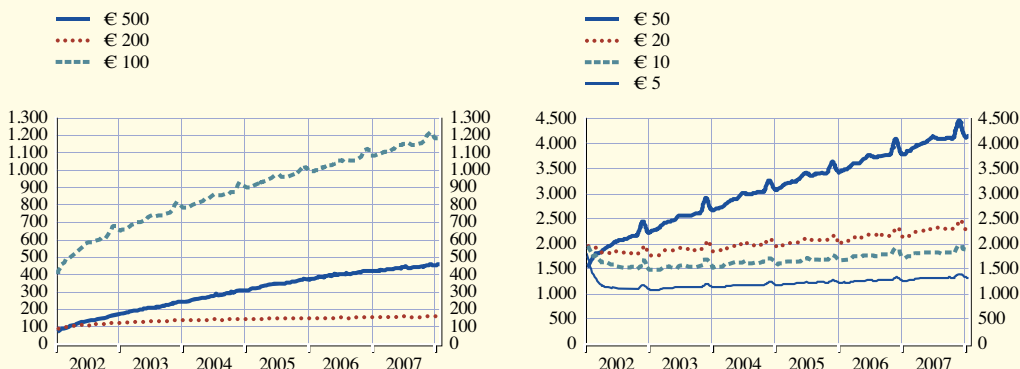
Het verwerken van nationale elementen in de bankbiljetten, bijvoorbeeld regeringsleiders of vorsten, werd in overweging genomen maar uiteindelijk om verschillende redenen verworpen. Het was eenvoudiger en efficiënter om identieke eurobankbiljetten te produceren, en voor de NCB's om de voorraden dergelijke bankbiljetten te beheren. De bankbiljetten moeten in het hele eurogebied vrij inwisselbaar zijn. De inwisselbaarheid zorgt ervoor dat kleine bankbiljettenvoorraden in één NCB kunnen worden

aangevuld met overtollige voorraden van een andere NCB, en wekt niet de indruk dat een bepaald land een ander land ‘overspoelt’ met ‘zijn’ bankbiljetten waarop nationale symbolen voorkomen. Bovendien werd overeengekomen de aan de omloop onttrokken bankbiljetten niet te repatriëren naar de emitterende centrale bank. Een andere reden voor het weren van nationale elementen was de ‘pooling’ van de bankbiljettenproductie vanaf 2002, die impliceert dat een bepaalde coupure in principe wordt gedrukt door slechts twee tot vier NCB's, waardoor schaalvoordelen worden gerealiseerd. Deze werkverdeling zou ook minder efficiënt zijn als de bankbiljetten niet vrij inwisselbaar zouden zijn.

2 Zie “Euro banknote design exhibition”, ECB 2003.

Grafiek 2 Eurobankbiljetten in omloop

(miljoenen)



De grootschalige productie van bankbiljetten startte medio mei 1999, na verschillende testdrukken en aanpassingen aan de oorspronkelijke specificaties. Op piekmomenten produceerden de 15 betrokken biljettendrukkerijen 400 bankbiljetten per seconde.

9.2 OVERGANG OP DE CHARTALE EURO³

De vervanging, binnen een zeer kort tijdsbestek, van alle bankbiljetten en muntstukken die in omloop waren bij meer dan 300 miljoen mensen, was een nooit geziene logistieke operatie. Een succesvolle overschakeling was slechts mogelijk door een nauwe coördinatie en samenwerking tussen alle betrokken partijen. Om die reden werden de EU-instellingen, de nationale overheden, de kredietinstellingen, de geldtransporteurs, de kleinhandelaars, de consumentenorganisaties en de automatenindustrie sinds 1997 nauw betrokken bij de voorbereidingen. Om de nationale overschakelingsactiviteiten te coördineren en snel te kunnen reageren op elk incident, richtte het Eurosysteem een Cash Changeover Coordination Committee op. Begin 2002 vervingen, binnen een relatief korte tijdsspanne, 8 miljard eurobankbiljetten en ongeveer 38 miljard euromuntstukken de 6 miljard nationale bankbiljetten en 29 miljard nationale muntstukken. Ondanks de omwisseling van dergelijke enorme hoeveelheden bereikten de lidstaten van het eurogebied overeenstemming over een zeer korte periode van dubbele omloop, die varieerde van vier weken tot twee maanden, teneinde de maatschappelijke kosten zo laag mogelijk te houden. Om de dure parallelle verwerking van twee valuta's verder terug te dringen, spraken ze ook af dat ze hun best zouden doen om ervoor te zorgen dat de meeste cash transacties tegen medio januari 2002 in euro zouden kunnen gebeuren. In werkelijkheid werd één week na de invoering van de euro 50% van de cash transacties reeds in de nieuwe munt verricht.

De in september 2001 begonnen grootschalige verdeling vooraf van eurobankbiljetten en -muntstukken aan banken, kleinhandelaars en andere bedrijven speelde een sleutelrol in de snelle en vlotte overschakeling. Die frontloading zorgde voor een optimaal gebruik van de beschikbare middelen bij de NCB's en de geldtransporteurs en maakte dat flessenhalzen in de bankbiljettenvoorziening tot een minimum werden beperkt. Het Eurosysteem bood de banken een stimulans om vooraf biljettenvoorraden op te bouwen en een deel ervan aan hun commerciële cliënten over te dragen door een model van uitgestelde debitering in te voeren. Dit model was erop gericht de opportuniteitskosten van de banken voor het aanhouden van niet-rentedragend geld te neutraliseren. De aanpak bleek succesvol: naar volume was vrijwel 80% van de eerste vraag naar biljetten en 97% van de totale, voor de overschakeling benodigde muntstukkenhoeveelheid reeds vóór 1 januari 2002 verspreid.

Het Eurosysteem organiseerde een "Euro 2002 Informatiecampagne" van 80 miljoen, die zich richtte tot het publiek zowel binnen als buiten het eurogebied. Behalve het verstrekken van informatie over de chartale euro zelf, b.v. over de ontwerpen en de beveiligingskenmerken van de bankbiljetten, had de campagne ook betrekking op de praktische aspecten van de overschakeling, b.v. het aansporen van de mensen om het aantal bankbiljetten en muntstukken in hun nationale munt tot een minimum te beperken en indien mogelijk gepast te betalen, zodat de kleinhandelaars geen grote hoeveelheden pasmunt zouden hoeven aan te houden.

In tegenstelling tot de eerste lidstaten van het eurogebied voerden de meest recente toetreders – Slovenië in januari 2007, en Cyprus en Malta in januari 2008 – de euro gelijktijdig in als cash

Overgang op de chartale euro - vlot en snel ...

... dankzij de verdeling vooraf van chartaal geld en informatiecampagne

Nieuwe eurolanden lenen aanvankelijk bankbiljetten

³ Zie "Evaluation of the 2002 cash changeover", ECB 2002.

geld en als elektronisch betaalmiddel. Hierdoor hadden de betrokken NCB's, na de goedkeuring van de invoering van de euro in hun land, onvoldoende tijd om te voorzien in de behoefte aan eurobankbiljetten. Daarom mochten ze uit de bankbiljettenvoorraad van het Eurosysteem eurobankbiljetten lenen, op voorwaarde dat ze die bankbiljetten tijdens de komende jaren zouden 'terugbetalen'. De ECB organiseerde, in samenwerking met de verschillende NCB's, soortgelijke informatiecampagnes als de Euro 2002-campagne teneinde de bevolking van Slovenië, Cyprus en Malta vertrouwd te maken met de eurobankbiljetten en -munten.

9.3 BANKBIJETTEN IN OMLOOP

Na de overgang op de chartale euro nam het aantal bankbiljetten in omloop sterker toe dan wat het bedrag van de nationale geldomloop had kunnen doen vermoeden. Die sterke stijging was vooral toe te schrijven aan het feit dat de ingezetenen en niet-ingezetenen van het eurogebied hun hoeveelheid aangehouden bankbiljetten aanpasten. Bankbiljetten worden gebruikt als betaalmiddel, maar ook als beleggingsmiddel. Het is derhalve waarschijnlijk dat de houders van cash geld in het eurogebied hun aangehouden eurobankbiljetten hebben aangepast vanwege de verschillen in coupures, en dat zij een voorkeur hebben voor de momenteel beschikbare grotere coupures. Dit is vooral aannemelijk in een omgeving van lage rentetarieven en geringe inflatieverwachtingen. De forse groei van de chartale geldomloop in waarde geldt vooral voor twee coupures, namelijk die van 100 en 500. De afnemende groei van de eurobankbiljetten met een hoge waarde zou er echter kunnen op wijzen dat aan deze verschuiving in de vraag naar bankbiljetten geleidelijk een einde komt. Eind 2007 waren circa 12 miljard bankbiljetten in omloop, ter waarde van bijna 677 miljard. De waarde van de in omloop zijnde eurobankbiljetten was aldus hoger dan die van de bankbiljettenomloop in Amerikaanse dollar, die eind 2007 circa 540 miljard bedroeg, bij een wisselkoers van 1 = USD 1,4721. Gebruikers van cash geld buiten het eurogebied zijn meer eurobankbiljetten dan nationale bankbiljetten gaan aanhouden, omdat het aanhouden van euro's voor hen handiger was. In waarde circuleert naar raming tussen 10% en 20% van de eurobankbiljetten - maar mogelijk een cijfer dichterbij de bovengrens van die marge - buiten het eurogebied.

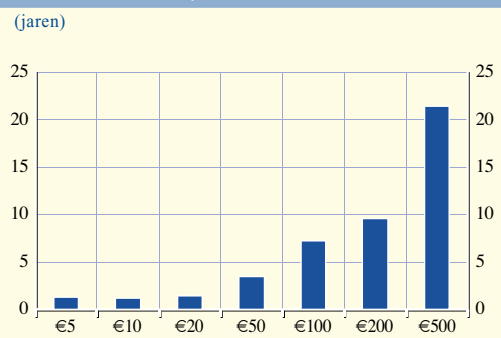
9.4 VALUTABEHEER

Een gecoördineerd systeem van valutabeheer en bankbiljettenontwikkeling zorgt ervoor dat de eurobankbiljetten zowel binnen als buiten het eurogebied probleemloos worden aanvaard. De invoering van een eenheidsmunt impliceert dat cash geld van het ene land naar het andere 'migreert', voornamelijk door toeristen, maar ook door reizende zakenlui, evenals door mensen die cash geld oppotten, zodat er zowel tekorten als overschotten aan bepaalde biljetcoupures kunnen ontstaan. Deze onevenwichtigheden worden binnen het eurogebied gecorrigeerd aan de hand van het systeem van gemeenschappelijk voorraadbeheer van het Eurosysteem, dat referentieniveaus vaststelt voor de logistieke voorraden van de NCB's en dat het mogelijk maakt ad hoc grootschalige overdrachten uit te voeren van NCB's met een bankbiljettenoverschot naar NCB's met een

Gebruik van eurobiljetten neemt fors toe

Biljettenvoorraden: in evenwicht door grensoverschrijdende overdrachten

Grafiek 3 Gemiddelde levensduur van de eurobankbiljetten



Bron: ECB
1 Op 31 december 2007.

tekort. Dit herschikkingssysteem stelt de NCB's in staat kleinere logistieke voorraden aan te houden. Met behulp van een gegevensbank, het Currency Information System, controleert de ECB het peil van de logistieke voorraden, coördineert ze het grensoverschrijdende gebruik ervan, en betaalt ze voor de grensoverschrijdende overdrachten.

De kwaliteit van de eurobankbiljetten verslechtert naarmate ze langer in omloop zijn, omdat ze verslijten of vuil worden wanneer ze van hand tot hand gaan, zodat het wel eens wil voorkomen dat, bijvoorbeeld, verkoopautomaten ze weigeren. Hierdoor zou het publiek zijn vertrouwen in de biljetten als algemeen aanvaard betaalmiddel kunnen verliezen. Om die reden dient het Eurosysteem de integriteit van de bankbiljetten te handhaven, d.w.z. ervoor zorgen dat uitsluitend echte bankbiljetten van goede kwaliteit in omloop zijn. De controles op echtheid en "geschiktheid" (kwaliteit) worden uitgevoerd door snelle bankbiljettensorteermachines, die de verschillende beveiligingskenmerken en kwaliteitscriteria controleren, zoals vervuiling, scheuren en andere beschadigingen. Afhankelijk van de wijze waarop de chartale cycli nationaal georganiseerd zijn, blijven de bankbiljetten in een aantal landen langer in omloop. Hoe langer een biljet in omloop is, hoe meer het verslijt en vuil wordt. Daarom heeft de Raad van Bestuur in 2001 besloten minimale kwaliteitscriteria vast te stellen, zodat alleen bankbiljetten van een bepaalde kwaliteit door de NCB's mogen worden heruitgegeven, terwijl alle andere moeten worden vernietigd. Het Eurosysteem ziet nauwgezet toe op de kwaliteit van de in omloop zijnde bankbiljetten door ieder jaar steekproeven uit te voeren. Op de langere termijn streeft het Eurosysteem ernaar de duurzaamheid van de eurobankbiljetten te verbeteren, bijvoorbeeld door het substraat of de beschermlaag te verstevigen, vooral voor de kleine coupures, die het meest onderhevig zijn aan slijtage.

In 2004 keurde de Raad van Bestuur een "Kader voor de detectie van vervalsingen en voor de sortering op geschiktheid van eurobankbiljetten door kredietinstellingen en partijen die beroepshalve met contanten omgaan" goed, een stelsel van regels dat van toepassing is op de 'recycling' of heruitgifte van bankbiljetten. Dit kader verplicht de banken en de andere professionele geldverwerkers kwaliteits- en echtheidstests uit te voeren. Het zorgt ervoor dat bankbiljetten van een voldoende kwaliteit in omloop blijven wanneer de banken besluiten de van hun cliënten ontvangen bankbiljetten opnieuw uit te geven, liever dan ze te deponeren en bij hun centrale bank nieuwe biljetten aan te vragen.

Dankzij deze 'recycling'-optie kunnen de kredietinstellingen en de andere professionele geldverwerkers efficiënter en rendabeler werken, aangezien minder contanten naar de centrale bank moeten worden vervoerd; met andere woorden, de chartale cyclus wordt korter. Volgens het kader voor bankbiljettenrecycling moeten bankbiljetten die via betaalautomaten en andere door cliënten bediende machines opnieuw in omloop worden gebracht, worden gecontroleerd door bankbiljettensorteermachines die door een centrale bank zijn getest en goed bevonden. Deze testprocedures houden in dat een machine vervalste en ongeschikte bankbiljetten automatisch moet detecteren en afscheiden. Een lijst van de bankbiljettensorteermachines die de test hebben doorstaan, en die door de banken moeten worden gebruikt, kan worden geraadpleegd op de website van de ECB.

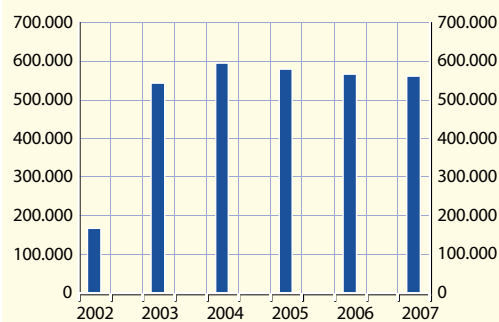
Aangezien de eurobankbiljetten in het eurogebied over de grenzen heen worden gebruikt, bewerkstelligt een grotere convergentie van de chartale diensten van de NCB's een eerlijke concurrentie tussen de betrokken geldverwerkers, dat zijn voornamelijk de geldtransporteurs en de banken; die grotere convergentie zou hen ook in staat kunnen stellen ten volle de vruchten te plukken van een gemeenschappelijke munt wanneer ze over de nationale grenzen heen actief zijn. Een belangrijke stap naar convergentie was het definiëren van gratis en betalende cash

NCB's controleren de echtheid en kwaliteit van de bankbiljetten ...

... net als de kredietinstellingen en de andere geldverwerkers

Door de chartale euro is convergentie vereist van de chartale diensten van de NCB's

Grafiek 4 Totaal aantal in beslag
genomen vervalste eurobankbiljetten
in omloop



Bron: ECB.

diensten door de NCB's. De meest recente verwezenlijkingen zijn de levering, op aanvraag, van cash diensten door de NCB's aan buiten hun jurisdictie gevestigde kredietinstellingen van het eurogebied ("toegang op afstand") en de mogelijkheid voor NCB-cliënten om euro-muntstukken bij alle centrale banken van het eurogebied te storten. Het Eurosysteem overweegt nog enkele andere stappen, zoals een gemeenschappelijke elektronische gegevensuitwisseling met kredietinstellingen voor het storten en opnemen van cash geld, en gemeenschappelijke verpakkingsnormen voor bankbiljetten ten behoeve van de NCB's en hun cliënten.

9.5 TWEDE REEKS EUROBANKBIJETTEN

Teneinde valsemunten een stapje vóór te blijven, vernieuwen de centrale banken en andere monetaire autoriteiten hun bankbiljetten meestal na enkele jaren van circulatie. Ook het Eurosysteem neemt dit soort van voorzorgsmaatregelen en ontwikkelt momenteel een nieuwe reeks eurobankbiljetten. Niet dat er veel valse biljetten zijn: gemiddeld worden er per jaar minder dan 600.000 exemplaren – een fractie van de 12 miljard in omloop zijnde bankbiljetten – in beslag genomen terwijl ze in omloop zijn, en meestal zijn die biljetten dan nog van slechte tot middelmatige kwaliteit.

De eerste coupure van de tweede reeks zal volgens de planning in omloop worden gebracht op 1 januari 2011, gevolgd door de andere coupures gespreid over een periode van verschillende jaren. De ontwerpen zullen evolutionair zijn, aangezien wordt voortgebouwd op het huidige thema van de "Stijlperiodes van Europa" en de biljetten ook geavanceerde en gebruiksvriendelijke beveiligingskenmerken zullen bevatten. De ontwerpen en kenmerken van de tweede reeks zijn, wat functionaliteit betreft, gebaseerd op marktonderzoek bij het grote publiek en bij de mensen die beroepshalve met biljetten omgaan, alsook op overleg met de belangrijkste spelers in de chartale cyclus. De ECB zal lang van tevoren aankondigen wanneer de huidige reeks de status van wettig betaalmiddel zal verliezen, d.w.z. wanneer de reeks niet meer kan worden gebruikt om betalingen te verrichten. De NCB's zullen de eurobankbiljetten van de 'oude' reeks evenwel onbeperkt blijven omruilen.

Vandaag de dag is de euro een wereldvaluta. De ECB zal er, samen met haar centrale-bankpartners binnen het Eurosysteem, blijven op toezien dat de bankbiljetten een waardevol en gewaardeerd betaalmiddel blijven, zowel in het eurogebied als daarbuiten.

10 AFSLUITENDE OPMERKINGEN



Met de creatie van de Europese Economische en Monetaire Unie (EMU) werden een nieuw institutioneel kader en een enkel monetaire-beleidskader voor prijsstabiliteit tot stand gebracht. De ECB is het centrum van dit kader. In deze speciale uitgave van het Maandbericht ter gelegenheid van het tienjarig bestaan van de ECB, is teruggeblikt op de werkzaamheden en successen van de ECB en het Eurosysteem gedurende de afgelopen tien gedenkwaardige jaren. Om haar hoofddoel van prijsstabiliteit te verwezenlijken, moet de ECB een aantal taken en activiteiten uitvoeren: enkele hiervan worden genoemd in het Verdrag betreffende de Europese Unie, andere ondersteunen het kader voor het gemeenschappelijke monetaire beleid.

De invoering van de euro vereiste de ontwikkeling van een passend institutioneel kader voor de EMU. De combinatie van een gecentraliseerd monetair beleid met gedecentraliseerd – zij het gecoördineerd – begrotings- en structureel beleid is over het geheel genomen bevredigend geweest. De coördinatieprocedures weerspiegelen de toegenomen onderlinge afhankelijkheid van de landen van het eurogebied. De Europese instellingen en organen (zoals het Europees Parlement, de Ecofin-Raad, de Eurogroep en andere) wisselen in toenemende mate informatie en analyses uit. Naarmate de integratie van het eurogebied voortschrijdt, moet het op nationaal niveau geformuleerde beleid echter meer rekening houden met de vereisten van de Gemeenschap.

Het monetaire-beleidskader van het eurogebied heeft geheel nieuwe kenmerken. Binnen de nieuwe institutionele setting van de EMU is de bevoegdheid voor het gemeenschappelijke monetaire beleid overgedragen aan de ECB, die een duidelijk mandaat heeft ontvangen en onafhankelijkheid van iedere vorm van politieke invloed is toegekend. Dit betekent in de praktijk een combinatie van institutionele onafhankelijkheid en personele, financiële en functionele onafhankelijkheid. Het betekent tevens een hoge mate van transparantie en een verantwoordingplicht, waaronder rapportageverplichtingen aan het Europees Parlement.

De monetaire-beleidsstrategie van de ECB kent een prominente rol toe aan de monetaire analyse. Monetaire-beleidsbeslissingen worden genomen op grond van de collectieve wijsheid en kennis van de Raad van Bestuur van de ECB. Deze collegiale aanpak heeft het eurogebied de afgelopen tien jaar goede diensten bewezen: het kader heeft vanaf het eerste moment goed gefunctioneerd, ook dankzij de vaardigheden en grote betrokkenheid van alle medewerkers van het Eurosysteem. Het kader is tevens goed omgegaan met uitbreidingen van het eurogebied en de EU. Desalniettemin blijven verschillende elementen van het kader zich ontwikkelen in reactie op veranderende behoeften, het vrije-marktmechanisme, technische en organisatorische verbeteringen en nieuwe wetgeving.

Toen de ECB en het Eurosysteem werden gecreëerd, was er nog maar weinig bekend over hoe het eurogebied zou functioneren wanneer de lidstaten eenmaal in monetair opzicht zouden zijn geïntegreerd. Met name het monetair beleid in de eerste jaren van het eurogebied en de geheel nieuwe omstandigheden vormden grote uitdagingen. Vanaf het eerste begin waren grote investeringen nodig om de reeds door het Europees Monetair Instituut (EMI), de voorganger van de ECB, ontworpen analytische instrumenten, onderzoeksterreinen en statistieken aan te vullen. Een zeer breed scala van geharmoniseerde eurogebiedstatistieken, modellen en andere analytische instrumenten is thans in gebruik. De meeste van de methodologieën en gegevens zijn voor het algemene publiek beschikbaar, aangezien zij regelmatig in artikelen in het Maandbericht en andere publicaties worden besproken.

Nieuw institutioneel kader voor de EMU

Nieuw kader met geheel nieuwe kenmerken...

... functioneert goed en is flexibel

Beperkte kennis in het begin...

... maar nu een zeer breed scala van statistieken, modellen en instrumenten in gebruik

Na de invoering van de euro zijn de successen van het Eurosysteem niet minder belangrijk geweest. De monetaire-beleidsstrategie van de ECB wordt nu goed begrepen en geloofwaardig gevonden. Gedurende de afgelopen tien jaar heeft dit beleid gezorgd voor een solide basis voor de reactie op een aantal uitdagingen. De gemiddelde HICP-inflatie op jaarbasis ligt sinds de introductie van de euro licht boven 2%, ondanks een reeks exogene schokken. De inflatie in de meeste landen van het eurogebied is aanzienlijk lager geweest dan de niveaus die deze landen in de tientallen jaren voor de introductie van de munteenheid te zien hebben gegeven. Ook de volatiliteit van de inflatie is aanzienlijk geringer geweest dan vroeger.

Lage inflatie en rente ondersteunen...

De ECB is er tevens in geslaagd de langere-termijninflatieverwachtingen (zoals afgeleid uit obligatierendementen en enquêtes) te verankeren. Deze verankering weerspiegelt het succes van de monetaire-beleidsstrategie van de ECB en het vermogen ervan op geloofwaardige wijze prijsstabiliteit te verwezenlijken op de middellange termijn. Voor veel landen van het eurogebied is dit een aanzienlijk voordeel en dit zou niet mogelijk geweest zijn zonder het bestaan van een onafhankelijke ECB en Eurosysteem.

... financiële integratie, werkgelegenheidscreatie en...

De algehele effecten van de euro zijn positief. De voordelen van prijsstabiliteit en lage rente ondersteunen andere gunstige economische en financiële ontwikkelingen, die zich geleidelijk maar blijvend voordoen. Economische en financiële structuren hebben tijd nodig zich te ontwikkelen. Er bestaat nu meer handel in goederen en diensten tussen de landen van het eurogebied, er is grotere financiële integratie (die op haar beurt leidt tot financiële verdieping en modernisering), en er is sprake van toenemende externe directe investeringen en grensoverschrijdende beleggingsportefeuilles, alsook voortdurende werkgelegenheidscreatie in het eurogebied als geheel. Een grotere mate van financiële en economische veerkracht heeft zich ontwikkeld tot een complexe internationale omgeving. De internationale dimensie van de euro en het gebruik van de euro als reserve- en transactievaluta is geleidelijk gegroeid naarmate de regionale en mondiale integratie is voortgeschreden. De euro is op de Amerikaanse dollar na de belangrijkste internationale valuta, hoewel met een minder mondiale reikwijdte.

...de internationale dimensie van de euro

Het Eurosysteem bevordert actief financiële integratie...

Gedurende de laatste tien jaar heeft het Eurosysteem op verschillende manieren actief bijgedragen aan de bevordering van de financiële integratie. Zo heeft het bijvoorbeeld op dit vlak de kennis vergroot, het inzicht verbeterd en de vooruitgang gecontroleerd, gebaseerd op een door de ECB ontwikkelde reeks indicatoren van financiële integratie. Het Eurosysteem fungeert als katalysator voor door de markt aangedragen initiatieven ter bevordering van de financiële integratie. Bovendien heeft het Eurosysteem de integratie direct bevordert door in het gehele eurogebied beschikbare centrale-bankdiensten aan te bieden.

... en regelingen voor financiële stabiliteit

Het Eurosysteem is gedurende de afgelopen tien jaar ook zeer actief geweest in het versterken van de regelingen die bijdragen aan de financiële integratie. Dit is des te noodzakelijker geworden door de in toenemende mate geïntegreerde en zich snel ontwikkelende financiële markten in Europa. Het Eurosysteem controleert en beoordeelt daarom continu de stabiliteit van het financiële stelsel en de ECB publiceert zowel een halfjaarlijkse "Financial Stability Review" betreffende het financiële stelsel als geheel als jaarlijkse macroprudentiële en structurele beoordelingen van de bankensector van de EU. Het Eurosysteem heeft tevens regelmatig advies gegeven over en bijdragen geleverd aan de ontwikkeling van het wettelijke, regelgevings- en toezichtskader voor financiële diensten, met name op EU-niveau. Op het terrein van financiële-crisisbeheersing heeft het Eurosysteem bijvoorbeeld de ontwikkeling van vrijwillige regelingen voor samenwerking tussen autoriteiten bevordert, en heeft het deelgenomen aan door de EU en het eurogebied georganiseerde crisissimulatie-oefeningen, en heeft het bijgedragen aan zowel

de ontwikkeling van een analytisch kader voor de beoordeling van financiële crises als het ontwerp van het strategische routeplan van de Ecofin-Raad uit 2007 voor verdere versterking van de crisisbeheersing door de EU in de komende jaren. Wat betreft het toezicht op markt-infrastructuren heeft het Eurosysteem met succes bijgedragen aan het waarborgen van veilige en efficiënte stromen van geld, effecten en andere financiële instrumenten via betalings- en afwikkelingssystemen.

Deze tien jaren hebben tevens laten zien dat de funderingen van de EMU stevig zijn en dat een hoge mate van economische convergentie is verwezenlijkt door die landen die de euro hebben ingevoerd. Er blijven echter enkele uitdagingen bestaan. De meeste landen van het eurogebied dienen nog steeds hun flexibiliteit en schokbestendigheid te versterken. Met andere woorden: zij moeten doorgaan met structurele hervorming van hun product- en arbeidsmarkten. Een dergelijke hervorming zou overigens ook zonder de EMU onvermijdelijk zijn geweest. De nationale overheden moeten eveneens de ontwikkelingen in het nationale concurrentievermogen continu controleren. De financiële integratie heeft grote vorderingen gemaakt, maar in sommige segmenten (zoals grensoverschrijdend bankieren) is verdere vooruitgang nodig. Het kader van de EU voor financiële stabiliteit heeft nog niet definitief vorm gekregen. Constante verbeteringen zijn nodig om gelijke tred te houden met de voortgang in de financiële integratie en innovatie, en om in te kunnen spelen op de uitdagingen die voortvloeien uit de complexiteit van het institutionele kader van de EU.

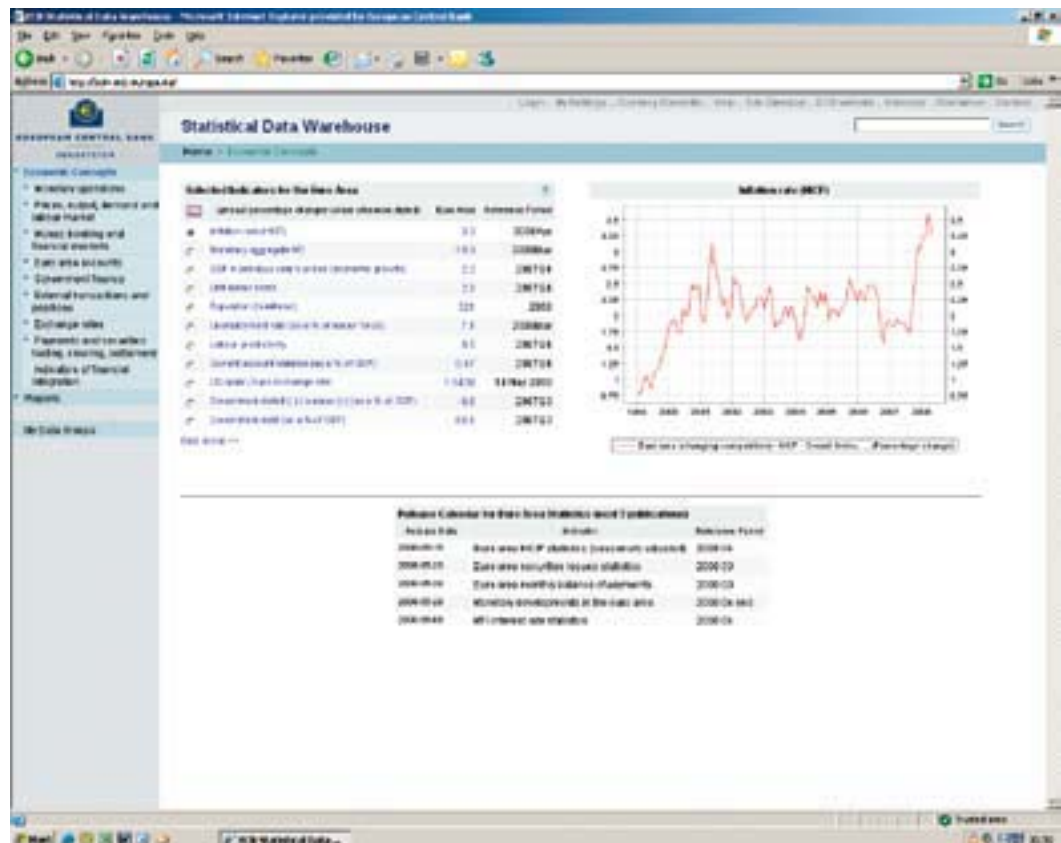
De voordelen en winsten die de euro heeft gebracht schragen de aanpassing en liberalisering van de nationale economieën. Hervormingen worden geholpen door prijsstabiliteit, door het ontbreken van de spanningen waarmee de periodieke wisselkoerscrises die zich vóór de invoering van de euro voordeden gepaard gingen, en door de stabiliteit en toegenomen veerkracht ten gevolge van eerdere hervormingen. Bovendien wordt ons verwachtingspatroon ten aanzien van hoe de economische en monetaire unie zich zal ontwikkelen ook bepaald door het feit dat de “wereld” van Europa verandert en dat het eurogebied steeds geïntegreerder raakt. Bedrijven worden zich in toenemende mate bewust van de eurogebieddimensie van hun handelingen en beslissingen. Ook huishoudens beseffen steeds meer de mogelijkheden die worden geboden door een grotere economische en financiële ruimte. Het algemene publiek en zijn politieke vertegenwoordigers beginnen over nationale grenzen heen te kijken en te denken in termen van het eurogebied. Deze verandering van denkraam is zich geleidelijk aan het voltrekken.

De successen van vandaag zouden niet eens zo veel decennia geleden ondenkbaar zijn geweest. Er is inderdaad genoeg reden om tien jaar EMU te vieren. Geloofwaardigheid wordt echter nooit voor altijd verworven. Uitdagingen zullen zich blijven voordoen en blijven vragen om waakzaamheid en aandacht. Maar vandaag is er vertrouwen in Europa en in de kracht van haar eenheidsmunt.

Er blijven nog veel uitdagingen

Naar een euro-gebieddenkraam

STATISTISCHE-DATAPAKHUIS



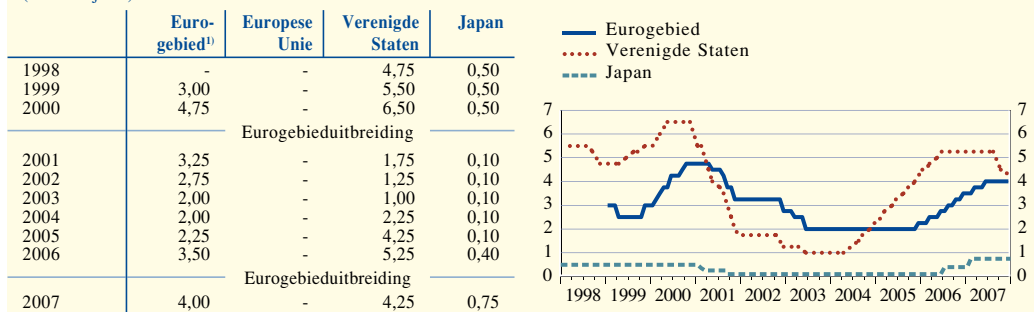
Het statistische-datapakhuis van de ECB is toegankelijk via <http://sdw.ecb.europa.eu>
 Nadere gegevens over de functionaliteiten staan vermeld in de Help-sectie van deze tool.

BIJLAGE

10 JAAR STATISTIEKEN VOOR HET EUROGEBIED EN VERGELIJKING ERVAN MET DIE VOOR ANDERE GROTE ECONOMISCHE GEBIEDEN

1. Belangrijkste rentetarieven van centrale banken

(ultimocijfers)

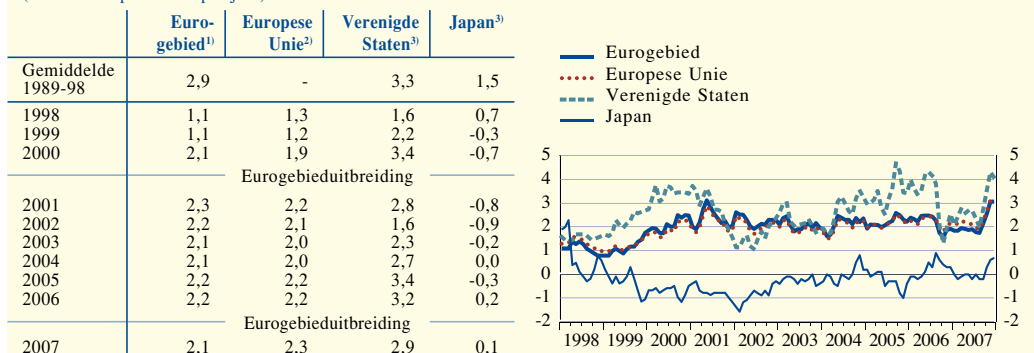


Bronnen: ECB, Federal Reserve System en Bank of Japan.

1) Gepubliceerd in het Maandbericht (Hoofdstuk 1, Tabel 1.2) en in het Statistics Pocket Book (Chapter 8, Section 8.1); toegang hiertoe kan worden verkregen via het ECB Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.B.U2.EUR.4F.KR.MRR_MBR.LEV).

2. Inflatie (HICP/CPI)

(mutaties in procenten per jaar)



Bronnen: Eurostat, US Bureau of Labor Statistics en Japanese Statistics Bureau.

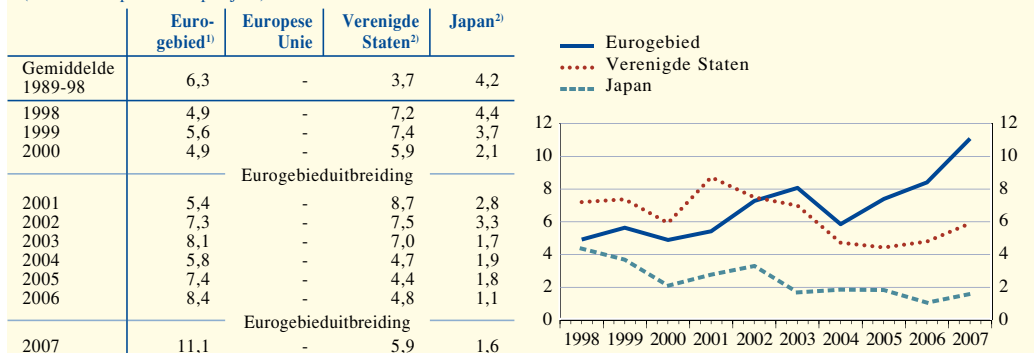
1) HICP. Historische gegevens geschat op grond van nationale CPI's. Gepubliceerd in het Maandbericht (Hoofdstuk 5, Tabel 5.1.1); toegang hiertoe kan worden verkregen via het ECB Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=122.ICP.M.U2.N.000000.4.INX).

2) HICP. Gepubliceerd in het Statistics Pocket Book (Chapter 11, Section 11.1); toegang hiertoe kan worden verkregen via het ECB Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=122.ICP.M.D0.N.000000.4.INX).

3) Nationale CPI. Gepubliceerd in het Statistics Pocket Book (Chapter 1, Section 1.2).

3. Ruim gedefinieerde geldhoeveelheid

(mutaties in procenten per jaar)



Bronnen: ECB, Federal Reserve System en Bank of Japan.

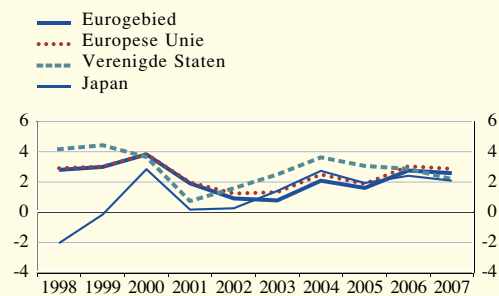
1) Gepubliceerd in het Maandbericht (Hoofdstuk 2, Tabel 2.3) en in het Statistics Pocket Book (Chapter 1, Section 1.2); toegang hiertoe kan worden verkregen via het ECB Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=117.BSI.M.U2.Y.V.M30.X.I.U2.2300.Z01.E).

2) Gepubliceerd in het Maandbericht (Hoofdstuk 9, Tabel 9.2) en in het Statistics Pocket Book (Chapter 1, Section 1.2).

4. Bbp¹⁾

(volumemutaties in procenten per jaar)

	Euro- gebied ²⁾	Europese Unie ³⁾	Verenigde Staten ⁴⁾	Japan ⁵⁾
Gemiddelde 1989-98	2,2	2,2	3,0	1,9
1998	2,8	2,9	4,2	-2,0
1999	3,0	3,0	4,4	-0,1
2000	3,8	3,9	3,7	2,9
2001	1,9	2,0	0,8	0,2
2002	0,9	1,2	1,6	0,3
2003	0,8	1,3	2,5	1,4
2004	2,1	2,5	3,6	2,7
2005	1,6	1,9	3,1	1,9
2006	2,8	3,1	2,9	2,4
2007	2,6	2,9	2,2	2,1



Bronnen: Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Japanese Economic and Social Research Institute en ECB-berekeningen.

1) Jaargegevens worden niet gecorrigeerd voor variaties in het aantal werkdagen.

2) Gepubliceerd in het Maandbericht (Hoofdstuk 5, Tabel 5.2.1); toegang hiertoe kan worden verkregen via het ECB Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.Q.13.N.0000.B1QG00.1000.TTTT.L.U.A).

3) Gepubliceerd in het Statistics Pocket Book (Chapter 1, Section 1.2); toegang hiertoe kan worden verkregen via het ECB Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.Q.V1.N.0000.B1QG00.1000.TTTT.L.U.A).

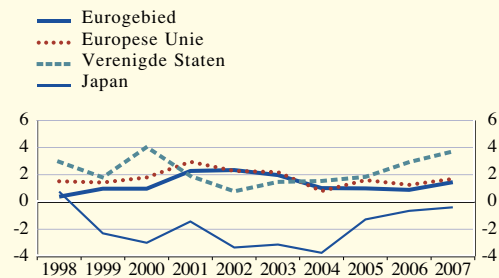
4) Gepubliceerd in het Maandbericht (Hoofdstuk 9, Tabel 9.2.1); toegang hiertoe kan worden verkregen via het ECB Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.A.US.N.0000.B1QG00.1000.TTTT.L.N.A).

5) Gepubliceerd in het Maandbericht (Hoofdstuk 9, Tabel 9.2.1); toegang hiertoe kan worden verkregen via het ECB Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.A.JP.N.0000.B1QG00.1000.TTTT.L.N.A).

5. Arbeidskosten per eenheid product

(mutaties in procenten per jaar)

	Euro- gebied ¹⁾	Europese Unie ²⁾	Verenigde Staten ³⁾	Japan ³⁾
Gemiddelde 1989-98	2,4	-	2,2	0,8
1998	0,4	1,5	3,0	0,8
1999	1,0	1,4	1,8	-2,3
2000	1,0	1,8	4,0	-3,0
2001	2,3	3,0	1,9	-1,4
2002	2,3	2,3	0,8	-3,3
2003	2,0	2,2	1,5	-3,1
2004	1,0	0,8	1,5	-3,8
2005	1,0	1,6	1,9	-1,3
2006	0,9	1,3	2,9	-0,6
2007	1,5	1,7	3,7	-0,4



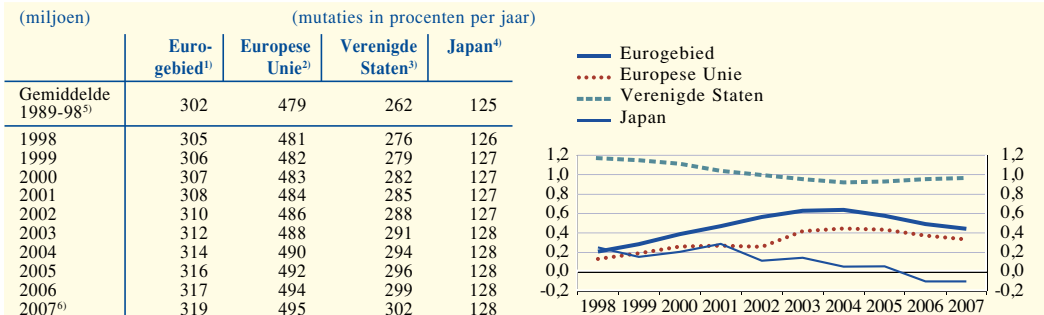
Bronnen: Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Japanese Economic and Social Research Institute en ECB-berekeningen.

1) Gepubliceerd in het Maandbericht (Hoofdstuk 5, Tabel 5.1.4); toegang hiertoe kan worden verkregen via het ECB Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.Q.13.S.1000.UNLACO.0000.TTTT.D.U.I).

2) Gepubliceerd in het Statistics Pocket Book (Chapter 11, Section 11.4).

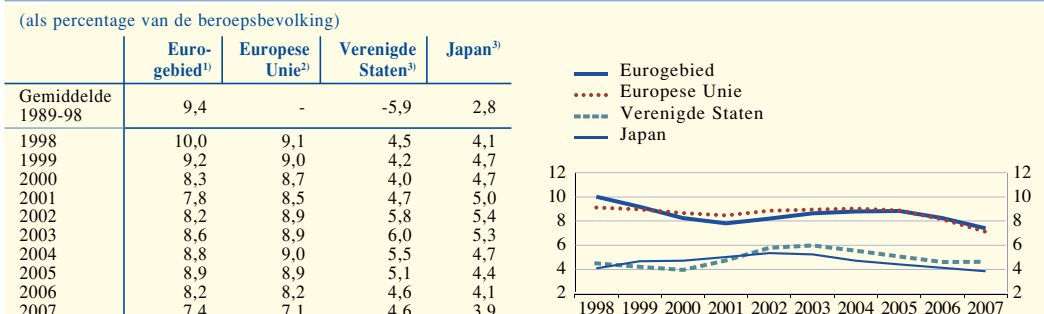
3) ECB-berekeningen.

6. Bevolking



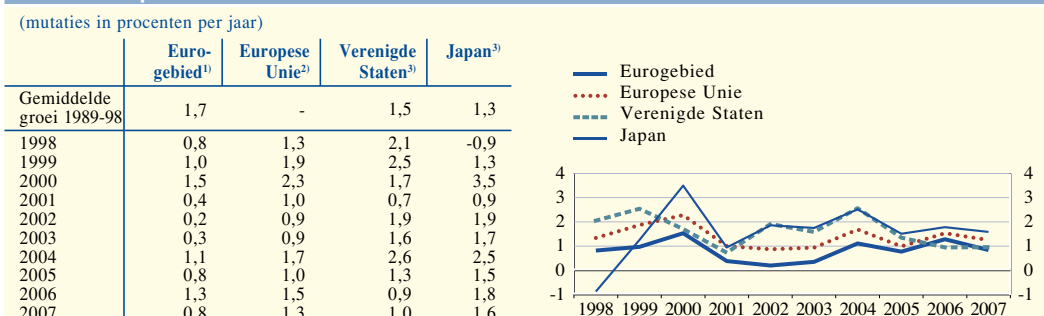
Bronnen: Eurostat, US Census Bureau en Japanese Statistics Bureau.
 1) Jaargemiddelde. Gepubliceerd in het Statistics Pocket Book (Chapter 2, Section 2.1); toegang hiertoe kan worden verkregen via het ECB Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.A.13.N.0000.POPULA.1000.TTTT.N.P.A).
 2) Jaargemiddelde. Gepubliceerd in het Statistics Pocket Book (Chapter 11, Section 11.6); toegang hiertoe kan worden verkregen via het ECB Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.A.V1.N.0000.POPULA.1000.TTTT.N.P.A).
 3) De gegevens hebben betrekking op de bevolking halverwege het jaar. Gepubliceerd in het Statistics Pocket Book (Chapter 1, Section 1.1).
 4) De gegevens hebben betrekking op de bevolking op 1 oktober. Gepubliceerd in het Statistics Pocket Book (Chapter 1, Section 1.1).
 5) 1991-1998 voor het eurogebied; 1993-1998 voor de Europese Unie.
 6) De gegevens voor het Eurogebied, de EU en Japan zijn deels voorspellingen.

7. Werkloosheid



Bronnen: Eurostat, US Bureau of Labor Statistics en Japanese Statistics Bureau.
 1) Gepubliceerd in het Maandbericht (Hoofdstuk 5, Tabel 5.3.2); toegang hiertoe kan worden verkregen via het ECB Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=132.STS.M.14.N.UNEH.RTT000.4.000).
 2) Gepubliceerd in het Statistics Pocket Book (Chapter 11, Section 11.7); toegang hiertoe kan worden verkregen via het ECB Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=132.STS.M.V1.N.UNEH.RTT000.4.000).
 3) Gepubliceerd in het Statistics Pocket Book (Chapter 1, Section 1.2).

8. Arbeidsproductiviteit



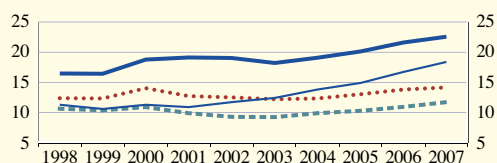
Bronnen: Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Japanese Economic and Social Research Institute en ECB-berekeningen.
 1) Mutatie in bbp-volume per werkzaam persoon. Gepubliceerd in het Statistics Pocket Book (Chapter 1, Section 1.2).
 2) Mutatie in bbp-volume per werkzaam persoon. Gepubliceerd in het Statistics Pocket Book (Chapter 1, Section 1.2); toegang hiertoe kan worden verkregen via het ECB Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.A.V1.S.0000.LABPRO.1000.TTTT.Q.U.I).
 3) ECB-berekeningen.

9. Uitvoer van goederen en diensten¹⁾

(als een percentage van het bbp)

	Euro- gebied ²⁾	Europese Unie ³⁾	Verenigde Staten	Japan
1998	16,5	12,4	10,7	11,3
1999	16,4	12,3	10,4	10,6
2000	18,8	14,1	10,9	11,3
2001	19,1	12,8	9,9	10,9
2002	19,1	12,5	9,3	11,7
2003	18,3	12,2	9,3	12,4
2004	19,1	12,3	9,9	13,8
2005	20,1	13,1	10,3	14,9
2006	21,6	13,9	11,0	16,8
2007	22,6	14,2	11,8	18,4

— Eurogebied
 Europese Unie
 - - - - - Verenigde Staten
 — Japan



Bronnen: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Bank of Japan en het Japanse Ministerie van Financiën.

1) Gepubliceerd in het Statistics Pocket Book (Chapter 1, Section 1.1).

2) Toegang hiertoe kan worden verkregen via het ECB Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.DD.A.13.BP_EXP.PGDP.4F_N).

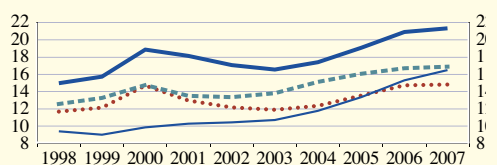
3) De gegevens tot en met 2000 hebben betrekking op de EU 15, die voor de periode 2001-2003 op de EU 25, en die vanaf 2004 op de EU 27.

10. Invoer van goederen en diensten¹⁾

(als een percentage van het bbp)

	Euro- gebied ²⁾	Europese Unie ³⁾	Verenigde Staten	Japan
1998	15,0	11,7	12,6	9,4
1999	15,7	12,1	13,3	9,0
2000	18,9	14,7	14,8	9,9
2001	18,2	13,0	13,5	10,3
2002	17,1	12,2	13,4	10,4
2003	16,6	11,9	13,8	10,7
2004	17,4	12,3	15,1	11,8
2005	19,1	13,4	16,1	13,4
2006	20,9	14,7	16,7	15,3
2007	21,4	14,7	16,9	16,5

— Eurogebied
 Europese Unie
 - - - - - Verenigde Staten
 — Japan



Bronnen: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Bank of Japan en het Japanse Ministerie van Financiën.

1) Gepubliceerd in het Statistics Pocket Book (Chapter 1, Section 1.1).

2) Toegang hiertoe kan worden verkregen via het ECB Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=118.DD.A.13.BP_IMP.PGDP.4F_N).

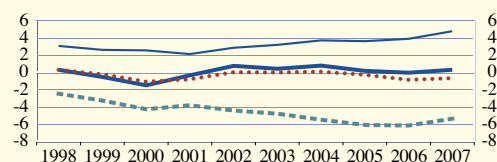
3) De gegevens tot en met 2000 hebben betrekking op de EU 15, die voor de periode 2001-2003 op de EU 25, en die vanaf 2004 op de EU 27.

11. Saldo op de lopende rekening¹⁾

(als een percentage van het bbp)

	Euro- gebied ²⁾	Europese Unie ³⁾	Verenigde Staten	Japan
1998	0,3	0,3	-2,5	3,1
1999	-0,5	-0,2	-3,3	2,6
2000	-1,5	-1,1	-4,3	2,6
2001	-0,3	-0,8	-3,8	2,1
2002	0,8	0,0	-4,4	2,9
2003	0,4	0,0	-4,8	3,2
2004	0,8	0,1	-5,5	3,7
2005	0,2	-0,2	-6,1	3,6
2006	0,0	-0,7	-6,2	3,9
2007	0,3	-0,6	-5,3	4,8

— Eurogebied
 Europese Unie
 - - - - - Verenigde Staten
 — Japan



Bronnen: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Bank of Japan en het Japanse Ministerie van Financiën.

1) Gepubliceerd in het Statistics Pocket Book (Chapter 1, Section 1.1).

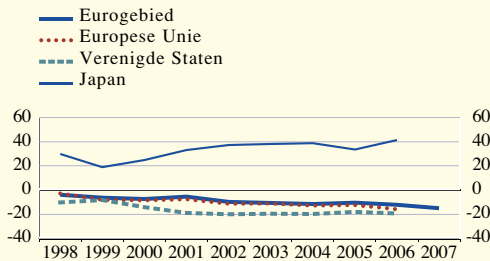
2) Toegang hiertoe kan worden verkregen via het ECB Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.DD.A.13.BP_GS_N.PGDP.4F_N).

3) De gegevens tot en met 2000 hebben betrekking op de EU 15, die voor de periode 2001-2003 op de EU 25, en die vanaf 2004 op de EU 27.

12. Netto internationale investeringspositie ¹⁾

(als een percentage van het bbp)

	Euro- gebied ²⁾	Europese Unie	Verenigde Staten	Japan
1998	-3,7	-2,8	-10,2	29,9
1999	-6,1	-7,9	-8,3	19,0
2000	-7,3	-8,4	-14,1	24,8
2001	-5,5	-7,6	-19,0	33,2
2002	-9,7	-11,2	-19,9	37,3
2003	-10,5	-11,0	-19,5	38,2
2004	-11,4	-12,8	-19,6	38,7
2005	-10,4	-12,3	-18,0	33,7
2006	-12,1	-15,8	-19,2	41,4
2007	-15,0	-	-	-



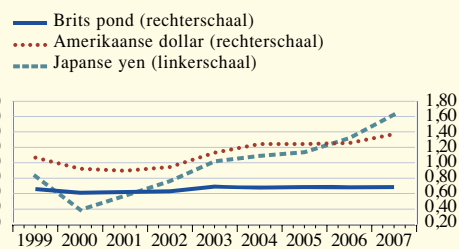
Bronnen: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Bank of Japan en het Japanse Ministerie van Financiën.

1) Gepubliceerd in het Statistics Pocket Book (Chapter 1, Section 1.1).

2) Toegang hiertoe kan worden verkregen via het ECB Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.DD.A.13.BP_IIP_NT.PGDP.4F_N).**13. Eurowisselkoers ¹⁾**

(nationale valuta per euro)

	Amerikaanse dollar ²⁾	Japanse yen ³⁾	Brits pond ⁴⁾
Gemiddelde 1989-98 ⁵⁾	1,1974	143,97	0,73198
1999	1,0658	121,32	0,65874
2000	0,9236	99,47	0,60948
2001	0,8956	108,68	0,62187
2002	0,9456	118,06	0,62883
2003	1,1312	130,97	0,69199
2004	1,2439	134,44	0,67866
2005	1,2441	136,85	0,68380
2006	1,2556	146,02	0,68173
2007	1,3705	161,25	0,68434



Bron: ECB.

1) Gepubliceerd in het Maandbericht (Hoofdstuk 8, Tabel 8.2) en in het Statistics Pocket Book (Chapter 4, Section 4.10).

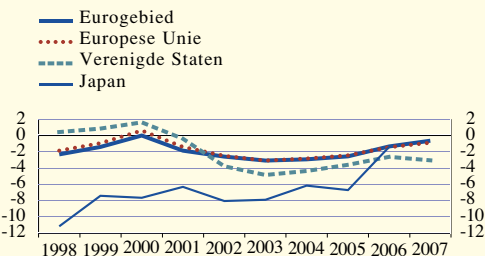
2) Toegang hiertoe kan worden verkregen via het ECB Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.EXR.A.USD.EUR.SP00.A).3) Toegang hiertoe kan worden verkregen via het ECB Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.EXR.A.JPY.EUR.SP00.A).4) Toegang hiertoe kan worden verkregen via het ECB Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.EXR.A.GBP.EUR.SP00.A).

5) De koersen tot en met december 1998 (samengesteld door de Europese Commissie) hebben betrekking op de ECU.

14. Overheidstekort (-) / -overschot (+)

(als een percentage van het bbp)

	Euro- gebied ¹⁾	Europese Unie ²⁾	Verenigde Staten ³⁾	Japan ⁴⁾
1998	-2,3	-1,9	0,4	-11,2
1999	-1,4	-1,0	0,9	-7,4
2000	0,0	0,6	1,6	-7,6
2001	-1,8	-1,4	-0,4	-6,3
2002	-2,6	-2,5	-3,8	-8,0
2003	-3,1	-3,1	-4,8	-7,9
2004	-2,9	-2,8	-4,4	-6,2
2005	-2,6	-2,5	-3,6	-6,7
2006	-1,3	-1,4	-2,6	-1,4
2007	-0,6	-0,9	-3,0	-



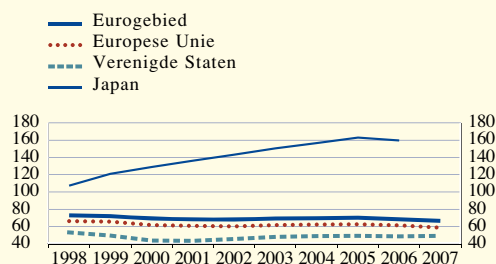
Bronnen: ECB, Europese Commissie, US Bureau of Economic Analysis en Japanese Economic and Social Research Institute.

1) Gepubliceerd in het Maandbericht (Hoofdstuk 6, Tabel 6.1); toegang hiertoe kan worden verkregen via het ECB Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.I4.N.B1300.DEF.B0000.CU.G).2) Gepubliceerd in het Statistics Pocket Book (Chapter 11, Section 8); toegang hiertoe kan worden verkregen via het ECB Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.V1.N.E1300.SED.E0000.CU.G).3) Gepubliceerd in het Maandbericht (Hoofdstuk 9, Tabel 9.2); toegang hiertoe kan worden verkregen via het ECB Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.US.N.B1300.DEF.B0000.CU.G).4) Gepubliceerd in het Maandbericht (Hoofdstuk 9, Tabel 9.2); toegang hiertoe kan worden verkregen via het ECB Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.JP.N.B1300.DEF.B0000.CU.G).

15. Overheidsschuld

(als een percentage van het bbp)

	Euro- gebied ¹⁾	Europese Unie ²⁾	Verenigde Staten ³⁾	Japan ⁴⁾
1998	72,8	66,3	53,0	107,2
1999	72,0	65,7	49,4	120,9
2000	69,3	61,7	43,7	129,0
2001	68,2	60,8	43,2	136,4
2002	68,0	60,2	45,4	143,3
2003	69,2	61,7	48,0	150,5
2004	69,6	62,1	48,9	156,8
2005	70,2	62,6	49,2	163,2
2006	68,5	61,3	48,6	159,5
2007	66,4	58,7	49,2	-



Bronnen: ECB, Europese Commissie, Federal Reserve System en Bank of Japan.

1) Gepubliceerd in het Maandbericht (Hoofdstuk 6, Tabel 6.2); toegang hiertoe kan worden verkregen via het ECB Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.I4.N.B0X13.MAL.B1300.SA.G).

2) Gepubliceerd in het Statistics Pocket Book (Chapter 11, Section 11.9); toegang hiertoe kan worden verkregen via het ECB Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.V1.N.E0X13.MAL.E1300.SA.G).

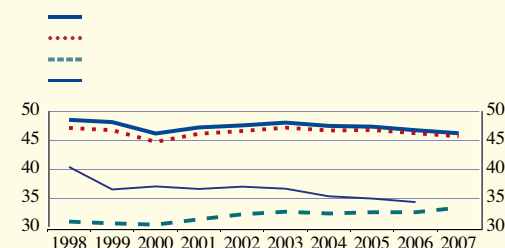
3) Gepubliceerd in het Maandbericht (Hoofdstuk 9, Tabel 9.2); toegang hiertoe kan worden verkregen via het ECB Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.US.N.B0X13.MAL.B1300.SA.G).

4) Gepubliceerd in het Maandbericht (Hoofdstuk 9, Tabel 9.2); toegang hiertoe kan worden verkregen via het ECB Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.JP.N.B0X13.MAL.B1300.SA.G).

16. Overheidsuitgaven

(als een percentage van het bbp)

	Euro- gebied ¹⁾	Europese Unie ²⁾	Verenigde Staten ³⁾	Japan ⁴⁾
1998	48,6	47,2	31,1	40,5
1999	48,2	46,8	30,8	36,6
2000	46,2	44,8	30,6	37,1
2001	47,3	46,2	31,5	36,7
2002	47,6	46,6	32,4	37,1
2003	48,1	47,2	32,8	36,7
2004	47,5	46,7	32,5	35,5
2005	47,4	46,8	32,7	35,1
2006	46,8	46,3	32,7	34,4
2007	46,3	45,8	33,5	-



Bronnen: ECB, Europese Commissie, US Bureau of Economic Analysis en Japanese Economic and Social Research Institute.

1) Gepubliceerd in het Maandbericht (Hoofdstuk 6, Tabel 6.1); toegang hiertoe kan worden verkregen via het ECB Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.I4.N.B1300.TOE.B0000.CU.G).

2) Gepubliceerd in het Statistics Pocket Book (Chapter 11, Section 11.10); toegang hiertoe kan worden verkregen via het ECB Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.V1.N.E1300.TOE.E0000.CU.G).

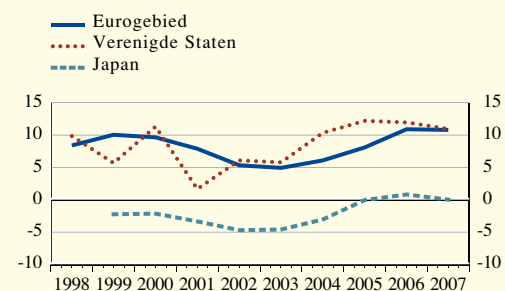
3) Gepubliceerd in het Statistics Pocket Book (Chapter 1, Section 1.1); toegang hiertoe kan worden verkregen via het ECB Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.US.N.B1300.TOE.B0000.CU.G).

4) Gepubliceerd in het Statistics Pocket Book (Chapter 1, Section 1.1); toegang hiertoe kan worden verkregen via het ECB Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.JP.N.B1300.TOE.B0000.CU.G).

17. Kredietverlening door banken: MFI-leningen aan de particuliere sector

(mutaties in procenten per jaar)

	Euro- gebied ¹⁾	Europese Unie	Verenigde Staten	Japan
Gemiddelde 1989-98	7,1	-	5,6	-
1998	8,4	-	9,8	-
1999	10,0	-	5,7	-2,3
2000	9,6	-	11,3	-2,2
Eurogebieduitbreiding				
2001	7,9	-	1,7	-3,4
2002	5,3	-	6,1	-4,7
2003	4,9	-	5,8	-4,6
2004	6,1	-	10,3	-3,0
2005	8,1	-	12,2	0,0
2006	10,9	-	11,9	0,8
Eurogebieduitbreiding				
2007	10,8	-	10,9	0,0



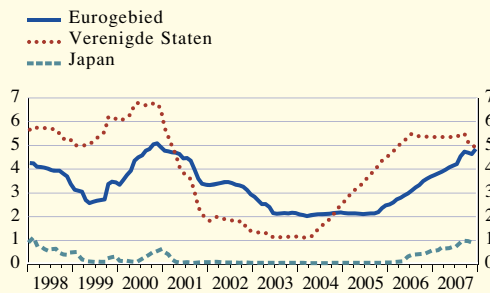
Bronnen: ECB, Federal Reserve System en Bank of Japan.

1) Toegang hiertoe kan worden verkregen via het ECB Statistical Data Warehouse (http://sdw/quickview.do?SERIES_KEY=9.SI.M.U2.N.U.A20.A.I.U2.2200.Z01.E).

18. Driemaands interbancaire depositorente¹⁾

(procenten per jaar, gemiddelden per periode)

	Euro- gebied ²⁾	Europese Unie	Verenigde Staten ³⁾	Japan ⁴⁾
1998	3,96	-	5,57	0,66
1999	2,96	-	5,41	0,22
2000	4,40	-	6,53	0,28
Eurogebieduitbreiding				
2001	4,26	-	3,78	0,15
2002	3,32	-	1,80	0,08
2003	2,33	-	1,22	0,06
2004	2,11	-	1,62	0,05
2005	2,18	-	3,56	0,06
2006	3,08	-	5,19	0,30
Eurogebieduitbreiding				
2007	4,28	-	5,30	0,79



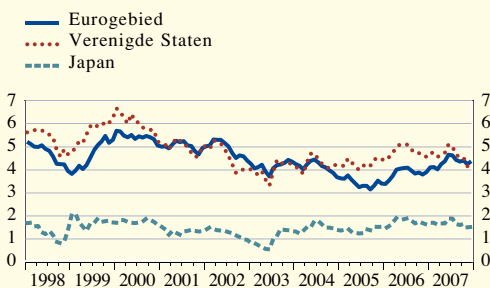
Bronnen: European Banking Federation en British Bankers' Association.

1) Gepubliceerd in het Maandbericht (Hoofdstuk 4, Tabel 4.6) en in het Statistics Pocket Book (Chapter 9, Section 9.5).

2) Toegang hiertoe kan worden verkregen via het ECB Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.U2.EUR.4F.MM.EURIBOR3MD_LST).3) Toegang hiertoe kan worden verkregen via het ECB Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.US.USD.4F.MM.USD3MFSR_LST).4) Toegang hiertoe kan worden verkregen via het ECB Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.JP.JPY.4F.MM.JPY3MFSR_LST).**19. Het rendement op tienjaars overheidsobligaties¹⁾**

(procenten per jaar, gemiddelden per periode)

	Euro- gebied ²⁾	Europese Unie	Verenigde Staten ³⁾	Japan ⁴⁾
Gemiddelde 1989-98	8,38	-	6,94	4,23
1998	4,71	-	5,33	1,30
1999	4,66	-	5,63	1,76
2000	5,44	-	6,03	1,76
Eurogebieduitbreiding				
2001	5,03	-	5,01	1,34
2002	4,92	-	4,60	1,27
2003	4,16	-	4,00	0,99
2004	4,14	-	4,26	1,50
2005	3,44	-	4,28	1,39
2006	3,86	-	4,79	1,74
Eurogebieduitbreiding				
2007	4,33	-	4,63	1,68



Bronnen: ECB, Reuters en Thomson Financial Datastream.

1) Gepubliceerd in het Statistics Pocket Book (Chapter 1, Section 1.2).

2) Toegang hiertoe kan worden verkregen via het ECB Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.U2.EUR.4F.BB.U2_10Y.YLD).3) Toegang hiertoe kan worden verkregen via het ECB Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.US.USD.4F.BB.US10YT_RR.YLD).4) Toegang hiertoe kan worden verkregen via het ECB Statistical Data Warehouse (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.JP.JPY.4F.BB.JP10YT_RR.YLD).**TOELICHTING**

De bijlage toont de ontwikkeling van statistische sleutelindicatoren gedurende de afgelopen tien jaar en, waar mogelijk, de gemiddelde waarde van een indicator voor de tien jaar voorafgaand aan de invoering van de euro. De in de tabellen gepresenteerde gegevens worden uitgedrukt op jaarbasis en beschrijven, tenzij anders vermeld, mutaties in procenten per jaar.

De meeste van de gegevensreeksen voor het eurogebied hebben betrekking op de Euro 13 (met inbegrip van Slovenië). De gegevens betreffende de overheidsfinanciën hebben echter betrekking op de Euro 15 (met inbegrip van Cyprus en Malta), en wat betreft rentetarieven, monetaire statistieken en de HICP dekken de statistische reeksen met betrekking tot het eurogebied de EU-lidstaten die de euro hadden ingevoerd ten tijde van de periode waarop de statistieken betrekking hebben (zie de Toelichting in het "Statistieken voor het eurogebied"-deel van het Maandbericht voor een gedetailleerde beschrijving). De verandering in de samenstelling van het eurogebied wordt in de tabellen aangegeven door middel van een horizontale lijn.

