

Het Monetaire beleid van de ECB



2001



EUROPESE CENTRALE BANK

© **Europese Centrale Bank, 2001**

Adres	Kaiserstrasse 29 D-60311 Frankfurt am Main Duitsland
Postadres	Postfach 16 03 19 D-60066 Frankfurt am Main Duitsland
Telefoon	+49 69 1344 0
Internet	http://www.ecb.int
Fax	+49 69 1344 6000
Telex	411 144 ecb d

Deze publicatie 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.

De statistieken in deze uitgave zijn afgesloten op 12 september 2001.

ISBN 92-9181-257-9

Inhoudsopgave

Voorwoord	7
------------------	----------

Hoofdstuk 1

<i>Het institutionele kader van het gemeenschappelijke monetaire beleid</i>	9
---	---

Hoofdstuk 2

<i>De economische en financiële structuur van het eurogebied</i>	15
--	----

2.1	Hoofdkenmerken van de reële economie	15
2.2	Arbeidsmarkt	17
2.3	Overheidssector	19
2.4	De handel met landen buiten het eurogebied	22
2.5	Financiële structuur	24
2.6	Financiële markten	25
2.7	Financiële intermediairs	32

Hoofdstuk 3

<i>De monetaire-beleidsstrategie van de ECB</i>	39
---	----

3.1	Prijsstabiliteit – de hoofddoelstelling van het gemeenschappelijke monetaire beleid	39
3.2	Het transmissiemechanisme van het monetaire beleid	43
3.3	De analyse van risico's voor de prijsstabiliteit in de op stabiliteit gerichte monetaire-beleidsstrategie van de ECB	47
3.4	Verantwoording, doorzichtigheid en communicatie	59

Hoofdstuk 4

<i>Monetaire-beleidsuitvoering</i>	63
------------------------------------	----

4.1	Algemene grondbeginselen en doelstellingen van de opzet van het operationele kader	63
4.2	Overzicht van het operationele kader van het Eurosysteem	65
4.3	Open-markttransacties	69
4.4	Reserveverplichtingen	73
4.5	Permanente faciliteiten	77
4.6	Door de centrale bank verschaftte liquiditeiten en de liquiditeitsbehoefte van het bankwezen	78
4.7	Ervaringen in 1999 en 2000	83

Hoofdstuk 5

<i>Monetaire-beleidsbesluiten in 1999 en 2000</i>	85
---	----

5.1	Belangrijkste ontwikkelingen	85
5.2	Een eerste beoordeling	92

Bijlage 1	Selectie uit het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap	95
------------------	---	----

Bijlage 2	Protocol betreffende de Statuten van het Europees Stelsel van Centrale Banken en van de Europese Centrale Bank	113
------------------	--	-----

Lijst van termen	131
-------------------------	-----

Bibliografie	147
---------------------	-----

Index	151
--------------	-----

Tabellen

2.1	Hoofdkenmerken van de reële economie van het eurogebied in 2000	16
2.2	Participatiegraad naar geslacht en leeftijdscategorie in het eurogebied en de Verenigde Staten	19
2.3	De externe goederenhandel van het eurogebied in 2000	23
2.4	Financiële beleggingen en de financiering van de niet-financiële sectoren in het eurogebied, medio 2000	26
2.5	Uitstaande bedragen aan in euro luidende, door ingezetenen van het eurogebied uitgegeven, kortlopende schuldbewijzen	30
2.6	Uitstaande bedragen aan in euro luidende, door ingezetenen van het eurogebied uitgegeven, langlopende schuldbewijzen	30
2.7	Ultimo 2000 uitstaande bedragen aan in nationale munteenheden luidende, door ingezetenen van het eurogebied, de Verenigde Staten en Japan uitgegeven, schuldbewijzen	31
2.8	Kapitalisatiegraad van de aandelenbeurzen in het eurogebied, de Verenigde Staten en Japan	31
2.9	Aantal beursgenoteerde binnenlandse en buitenlandse bedrijven in het eurogebied, de Verenigde Staten en Japan	32
2.10	Aantal Monetaire Financiële Instellingen in het eurogebied	33
2.11	Definities van de monetaire aggregaten in het eurogebied	34
2.12	Bancaire deposito's en leningen in het eurogebied, de Verenigde Staten en Japan ultimo 2000	36
3.1	De in 2001 toegepaste gewichten van de hoofdcomponenten van de HICP	42
4.1	Open-markttransacties en permanente faciliteiten van het Eurosysteem	66
4.2	In de reservebasis opgenomen passiva van kredietinstellingen	74

4.3	Samenstelling van een centrale-bankbalans	79
4.4	Bijdragen aan de liquiditeit van het bankwezen	80

Grafieken

1.1	Het Europese Stelsel van Centrale Banken	10
2.1	Uitsplitsing naar leeftijd van de totale bevolking in 2000	17
2.2	Werkloosheid in het eurogebied, de Verenigde Staten en Japan	18
2.3	Tekort en schuld totale overheid in het eurogebied	20
2.4	Gewichten van de handel en de effectieve wisselkoersen van de belangrijkste handelspartners van het eurogebied	23
2.5	De functies van financiële stelsels	24
2.6	Procentuele aandelen van de componenten van M3, ultimo 2000	35
2.7	Samenstelling van de geconsolideerde balans van de MFI's in het eurogebied (m.i.v. het Eurosysteem) ultimo 2000	36
3.1	Het transmissiemechanisme van de rente tot de prijzen schematisch in beeld gebracht	45
3.2	De op prijsstabiliteit gerichte monetaire-beleidsstrategie van de ECB	48
4.1	Basisrentetarieven gehanteerd door de ECB en de EONIA	68
4.2	De werking van het stelsel van reserveverplichtingen van het Eurosysteem	75
4.3	Beroep op de permanente faciliteiten in 1999 en 2000	76
4.4	Beroep op de permanente faciliteiten binnen een aanhoudingsperiode	77
4.5	Omvang van de basis- en de langerlopende herfinancieringstransacties	81
4.6	Verplichte reserves en autonome factoren	81
5.1	De groei van M3 en de referentiewaarde	86
5.2	MI en de kredietverlening aan de particuliere sector	87
5.3	Nominaal-effectieve wisselkoersen van de euro en olieprijsen	88
5.4	HICP-inflatie vanaf 1998	89
5.5	Reëel bbp, industriële productie en producentenvertrouwen in het eurogebied	90

Kaders

2.1	Institutionele regelingen voor gezonde overheidsfinanciën op EU-niveau	21
2.2	Belangrijkste financiële-markttermen	28
2.3	Monetaire aggregaten	34
3.1	HICP - constructie en kenmerken	42
3.2	Alternatieve monetaire-beleidsstrategieën	50
3.3	De door de ECB gebruikte referentiewaarde voor de geldgroei	52
3.4	Statistieken betreffende de economische ontwikkelingen in het eurogebied	54
3.5	Communicatieactiviteiten van de ECB	60
4.1	Tegenpartijen en onderpand	67
4.2	De verschillende soorten open-markttransactie	72

Voorwoord

Op 1 januari 1999 is na een succesvolle periode van voorbereidingen de derde fase van de Economische en Monetaire Unie (EMU) van start gegaan en heeft de Europese Centrale Bank (ECB) de verantwoordelijkheid op zich genomen voor het gemeenschappelijke monetaire beleid in het eurogebied. Deze datum vormt zowel de bekroning op jarenlange inspanningen om een duurzaam kader voor monetaire stabiliteit in Europa te creëren als een belangrijke mijlpaal in het algemenere streven naar de economische en politieke integratie van Europa.

Het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap, zoals in het Verdrag betreffende de Europese Unie geamendeerd, voorziet in een degelijk institutioneel kader voor de economische-beleidsbepaling in Europa. Binnen dat kader is de verantwoordelijkheid voor het monetaire beleid opgedragen aan een onafhankelijke instelling, namelijk de ECB, die als hoofddoelstelling de handhaving van prijsstabiliteit heeft. Het handhaven van prijsstabiliteit is de belangrijkste bijdrage die het monetaire beleid kan leveren tot een omgeving van economische stabiliteit waarin de algemenere doelstellingen van de Europese Gemeenschap zoals economische groei en het bevorderen van de werkgelegenheid kunnen gedijen.

In 1998 heeft de Raad van Bestuur van de ECB de monetaire-beleidsstrategie aangekondigd waarmee het door het Verdrag gegeven mandaat ten uitvoer zal worden gebracht. Deze strategie omvat onder andere een kwantitatieve definitie van de doelstelling van prijsstabiliteit. Met deze definitie wordt een ijkpunt neergezet voor de inflatieverwachtingen en een referentiewaarde waartegen het publiek de ECB ter verantwoording kan roepen voor haar prestaties. Bij de bekendmaking van deze definitie benadrukte de Raad van Bestuur dat de prijsstabiliteit op de middellange termijn moet worden gehandhaafd. Daarnaast wordt in de strategie het analytische kader beschreven op grond waarvan de Raad van Bestuur besluiten neemt die het meest bevorderlijk zijn voor de handhaving van prijsstabiliteit. Dit kader voor de beoordeling van risico's voor de prijsstabiliteit rust op twee pijlers. De eerste kent een prominente rol toe aan geld, en voorziet in een referentiewaarde voor de geldgroei. Hierin wordt de monetaire oorsprong van de inflatie op de (middel)lange termijn weergegeven. Onder de tweede pijler van de monetaire-beleidsstrategie volgt en analyseert de Raad van Bestuur regelmatig een brede reeks andere economische en financiële indicatoren die de prijsontwikkelingen op de korte tot middellange termijn beïnvloeden.

Welk monetair beleid in een onzekere wereld de juiste is is voor iedere centrale bank een uitdaging. Een pas gecreëerde en gemêleerde monetaire unie is vooral aan onzekerheden onderhevig voor wat de economische verhoudingen en mogelijke veranderingen in de economische structuur betreft. De monetaire-beleidsstrategie van de ECB voorziet in een krachtige basis waarin aan dergelijke onzekerheden een plaats gegeven wordt.

Het zal niemand verbazen dat de wijze waarop de ECB de monetaire-beleidsbepaling aanpakt grote belangstelling heeft gewekt en nauwlettend wordt gevolgd. Met deze

publicatie wordt beoogd het publiek een uitvoerig overzicht te geven van het door de ECB gevoerde monetaire beleid en de daaraan ten grondslag liggende economische en institutionele aspecten. Deze uitgave moet worden gezien als een aanvulling op de vaste publicaties van de ECB, zoals het Maandbericht en het Jaarverslag, en de door de ECB uitgegeven cahiers over specifieke onderwerpen. Al deze publicaties zijn tevens beschikbaar op de website van de ECB (<http://www.ecb.int>).

Dit boek is als volgt ingedeeld. In Hoofdstuk 1 wordt een overzicht gegeven van de institutionele aspecten die het meest relevant zijn voor inzicht in van het monetaire beleid van de ECB. Hoofdstuk 2 bevat een overzicht van de belangrijkste economische en financiële structuren van de economie van het eurogebied; Hoofdstuk 3 zet de monetaire-beleidsstrategie van de ECB uiteen; in Hoofdstuk 4 wordt uitgelegd hoe de monetaire-beleidsbesluiten met behulp van de beschikbare monetaire-beleidsinstrumenten ten uitvoer worden gelegd; en in Hoofdstuk 5 wordt de uitvoering van het monetaire beleid in de eerste twee jaar van de derde fase van de EMU beschreven.

Frankfurt am Main, augustus 2001

Willem F. Duisenberg

I Het institutionele kader van het gemeenschappelijke monetaire beleid

Op 1 januari 1999 heeft de Europese Centrale Bank (ECB) de verantwoordelijkheid op zich genomen voor het monetaire beleid in het eurogebied – op de Verenigde Staten na het grootste economische gebied ter wereld. De overdracht van de verantwoordelijkheid voor het monetaire beleid door elf nationale centrale banken – twaalf na de toetreding van Griekenland met ingang van 1 januari 2001 – aan een nieuwe supranationale instelling vormde een mijlpaal in een langdurig en gecompliceerd integratieproces van Europese landen. Alvorens op de euro te kunnen overgaan moesten alle kandidaat-lidstaten aan een aantal convergentiecriteria voldoen, die ten doel hadden de economische en juridische voorwaarden voor een succesvolle deelname aan een op stabiliteit gerichte monetaire unie te verzekeren. In dit hoofdstuk worden de institutionele aspecten uiteengezet die het meest relevant zijn voor begrip van het door de ECB gevoerde monetaire beleid.

De ECB, het ESCB en het Eurosysteem

In de juridische basis voor het gemeenschappelijke monetaire beleid wordt voorzien door het (geamendeerde) Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap. (De desbetreffende wetsteksten zijn te vinden in Bijlagen I en 2.)

Het Verdrag en de Statuten van het Europees Stelsel van Centrale Bank en van de Europese Centrale Bank (de Statuten van het ESCB), die als Protocol aan het Verdrag zijn toegevoegd, voorzagen in de oprichting van zowel de ECB als het Europees Stelsel van Centrale Bank (ESCB) met ingang van 1 juni 1998. Het ESCB omvat de ECB en de nationale centrale banken van alle EU-lidstaten.¹

De nationale centrale banken van de EU-lidstaten die nog niet op de euro zijn overgegaan (in 2001 zijn dat Denemarken, Zweden en het Verenigd Koninkrijk) maken deel uit van het ESCB, maar nemen geen deel aan de besluitvorming ten aanzien van het monetaire beleid voor het eurogebied² noch aan de operationele uitvoering van de daaruit voortvloeiende besluiten. Daarom hebben de besluitvormende organen van de ECB de naam “Eurosysteem” gegeven aan het systeem waarbij de ECB en de nationale centrale banken van de deelnemende lidstaten uitvoering geven aan de taken van het ESCB binnen het eurogebied (zie Grafiek 1.1).

De doelstelling van het gemeenschappelijke monetaire beleid en de door het Eurosysteem uit te voeren taken

Het Verdrag (Artikel 105, lid 1) – dat aan het ESCB en niet aan het Eurosysteem refereert omdat men er bij de opstelling van uitging dat uiteindelijk alle EU-lidstaten op de euro zouden overgaan – stelt: “Het hoofddoel van het ESCB is het handhaven van prijsstabiliteit.” en “Onverminderd het doel van prijsstabiliteit ondersteunt het ESCB het algemene economische beleid in de Gemeenschap ten einde bij te dragen tot de verwezenlijking van de in Artikel 2 omschreven doelstellingen van de Gemeenschap.”

¹ In tegenstelling tot het ESCB als geheel heeft de ECB krachtens het Verdrag rechtspersoonlijkheid. Elk van de nationale centrale banken heeft krachtens de nationale wetgeving van het land van vestiging rechtspersoonlijkheid.

² De term “eurogebied” refereert aan de EU-lidstaten die reeds op de euro zijn overgegaan.

Het Verdrag vormt de juridische basis voor het gemeenschappelijke monetaire beleid ...

... en voorziet in de oprichting van de ECB en het ESCB

Het Eurosysteem

Het cruciale belang van prijsstabiliteit



In dit verband worden in Verdragsartikel 2 als doelstellingen van de Gemeenschap onder meer genoemd “een hoog niveau van werkgelegenheid”, “een duurzame en niet-inflatoire groei”, “een hoge graad van concurrentievermogen” en “een hoge graad van convergentie van de economische prestaties”. Het Verdrag heeft hiermee een duidelijke rangorde aangebracht in de doelstellingen van de ECB, waarbij de hoogste prioriteit gegeven wordt aan prijsstabiliteit. Door het door de ECB te voeren monetaire beleid primair op dit doel te richten maakt het Verdrag duidelijk dat het handhaven van prijsstabiliteit de belangrijkste bijdrage is die door het monetaire beleid kan worden geleverd tot het bereiken van een gunstig economisch klimaat en een hoge participatiegraad.

Overeenkomstig het Verdrag (Artikel 105, lid 2) en de Statuten van het ESCB (Artikel 3), zijn de via het Eurosysteem uit te voeren fundamentele taken:

- het bepalen en ten uitvoer leggen van het monetaire beleid van het eurogebied;
- het verrichten van valutamarktoperaties;
- het aanhouden en beheren van de officiële externe reserves van de lidstaten; en
- het bevorderen van een goede werking van het betalingsverkeer.

De kerntaken van het Eurosysteem

De ECB heeft het alleenrecht machtiging te geven tot de uitgifte van bankbiljetten binnen het eurogebied. Bijgestaan door de nationale centrale banken verzamelt de ECB de voor het monetaire beleid benodigde statistische gegevens, hetzij bij de nationale autoriteiten, hetzij rechtstreeks bij de economische subjecten. Daarnaast

draagt het Eurosysteem bij tot de goede tenuitvoerlegging van het beleid dat gevoerd wordt door de met het bedrijfseconomisch toezicht op kredietinstellingen en de stabiliteit van het financiële stelsel belaste autoriteiten. Overeenkomstig Artikel 6 van de Statuten van het ESCB, kunnen de ECB en, met haar toestemming, de nationale centrale banken deelnemen in internationale monetaire instellingen. Het is daarbij aan de ECB om te besluiten hoe het Eurosysteem op het gebied van internationale samenwerking wordt vertegenwoordigd.

De besluitvormende organen van de ECB

Twee besluitvormende organen van de ECB zijn verantwoordelijk voor de voorbereiding, het voeren en de tenuitvoerlegging van het gemeenschappelijke monetaire beleid: de Raad van Bestuur van de ECB en de Directie van de ECB.

De Raad van Bestuur omvat de zes leden van de Directie en de Presidenten van de nationale centrale banken van de landen van het eurogebied (in 2001 twaalf). Zowel de Raad van Bestuur als de Directie worden voorgezeten door de President van de ECB of, in diens afwezigheid, de Vice-President. De verantwoordelijkheden van de Raad van Bestuur zijn:

- het vaststellen van de richtsnoeren en het nemen van de besluiten die nodig zijn voor het vervullen van de aan het Eurosysteem opgedragen taken; en
- het formuleren van het monetaire beleid van het eurogebied.

Overeenkomstig de Statuten van het ESCB (Artikel 12.1) houdt het formuleren van het monetaire beleid van het eurogebied ook in het nemen van besluiten met betrekking tot “intermediaire monetaire doelstellingen, de belangrijkste rentetarieven en de liquiditeitsvoorziening” binnen het Eurosysteem. Daarnaast stelt de Raad van Bestuur de nodige richtsnoeren vast voor de uitvoering van dergelijke besluiten.

De Directie bestaat uit de President, de Vice-President en vier leden, benoemd in onderlinge overeenstemming door de staatshoofden en regeringsleiders van de landen van het eurogebied. De Directie:

- bereidt de vergaderingen van de Raad van Bestuur voor;
- voert het monetaire beleid uit overeenkomstig de richtsnoeren en besluiten van de Raad van Bestuur en geeft daartoe de nodige instructies aan de nationale centrale banken in het eurogebied;
- is verantwoordelijk voor de dagelijkse gang van zaken bij de ECB; en
- neemt bepaalde, door de Raad van Bestuur aan de Directie gedelegeerde taken, met inbegrip van bepaalde regelgevende taken, op zich.³

³ Een derde besluitvormend orgaan van de ECB is de Algemene Raad. Deze bestaat uit de President en de Vice-President van de ECB en de Presidenten van de nationale centrale banken van alle EU-lidstaten (in 2001 vijftien). De Algemene Raad blijft bestaan zolang er lidstaten zijn die nog niet op de euro zijn overgegaan. De Algemene Raad draagt geen verantwoordelijkheid voor de monetaire-beleidsbesluiten in het eurogebied, maar draagt wel bij tot het verzamelen van statistische informatie en tot de noodzakelijke voorbereidingen voor het onherroepelijk vaststellen van de wisselkoersen van lidstaten die nog niet op de euro zijn overgegaan.

De Raad van Bestuur
van de ECB

De Directie van de ECB

De onafhankelijkheid van centrale banken

Onafhankelijkheid van politieke beïnvloeding

Krachtens het institutionele kader voor het gemeenschappelijke monetaire beleid is het nastreven van prijsstabiliteit als hoofddoelstelling opgedragen aan een centrale bank die niet aan politieke invloed onderhevig is. Een groot aantal theoretische analyses, ondersteund door een aanzienlijke hoeveelheid empirisch bewijsmateriaal, wijzen uit dat de onafhankelijkheid van de centrale bank het handhaven van prijsstabiliteit ten goede komt.

In Verdragsartikel 108 (ex Artikel 107) (en Artikel 7 van de Statuten van de ESCB) wordt voorzien in het belangrijke beginsel van de onafhankelijkheid van de centrale bank. Het is noch de ECB, noch de nationale centrale banken, noch enig lid van hun besluitvormende organen toegestaan bij de uitoefening van de bevoegdheden en het vervullen van de taken en plichten die bij het Verdrag en deze Statuten aan hen zijn opgedragen, instructies te vragen dan wel te aanvaarden van instellingen of organen van de Gemeenschap, van regeringen van lidstaten of van enig ander orgaan. De instellingen en organen van de Gemeenschap en de regeringen van de lidstaten verplichten zich ertoe dit beginsel te eerbiedigen en zich te onthouden van pogingen tot beïnvloeding van de leden van de besluitvormende organen van de ECB.

Verdere bepalingen die onafhankelijkheid verzekeren

Er zijn nog meer bepalingen die de onafhankelijkheid van de ECB en haar besluitvormende organen verzekeren. De financiële aangelegenheden van de ECB zijn bijvoorbeeld afgescheiden van de financiële belangen van de Europese Gemeenschap. De ECB heeft een eigen budget; de nationale centrale banken van het eurogebied schrijven in op, en storten, het kapitaal van de ECB. Ook door de lange ambtstermijn van de leden van de Raad van Bestuur en de bepaling dat leden van de Directie niet kunnen worden herbenoemd, is de mogelijkheid dat individuele leden van de besluitvormende organen van de ECB door de politiek beïnvloed worden, geminimaliseerd. Daarnaast is de onafhankelijkheid van de ECB verzekerd door het in het Verdrag opgenomen verbod op het verlenen van centrale-bankkrediet aan de overheid (zie Kader 2.1).

Ook het wisselkoersbeleid is gericht op prijsstabiliteit

Het Verdrag bepaalt tevens dat het gemeenschappelijke wisselkoersbeleid geheel in dienst moet staan van het streven naar prijsstabiliteit. Ofschoon het Verdrag stelt dat de verantwoordelijkheid voor besluiten ten aanzien van het wisselkoersbeleid gedeeld wordt door de Ecofin-Raad en de ECB, bepaalt het tevens dat het wisselkoersbeleid geheel in overeenstemming moet zijn met het hoofddoel van het gemeenschappelijke monetaire beleid. Ten eerste wordt in Verdragsartikel 4 (ex Artikel 3 A) duidelijk gesteld dat het hoofddoel van zowel het gemeenschappelijke monetaire beleid als het wisselkoersbeleid handhaving van prijsstabiliteit moet zijn. Ten tweede vereist het Verdrag met betrekking tot het algehele kader waarin het wisselkoersbeleid wordt gevoerd dat besluiten op dit gebied geen afbreuk mogen doen aan dit hoofddoel. Tenslotte berust de bevoegdheid om besluiten te nemen ten aanzien van valutamarkttransacties en om dergelijke transacties uit te voeren geheel bij de ECB.

Verantwoordingsplicht en verslaglegging

Omwille van haar bestaansrecht moet een onafhankelijke centrale bank verantwoording afleggen tegenover democratische instellingen en het publiek over de door haar in het kader van haar mandaat verrichte handelingen. Zonder afbreuk te doen aan de onafhankelijkheid van de ECB, voorziet Artikel 15 van de Statuten van het ESCB in duidelijke verslagleggingsverplichtingen door de ECB. De ECB is verplicht op kwartaalbasis verslag te doen van de activiteiten van het Eurosysteem, en op weekbasis een geconsolideerd financieel overzicht te publiceren. Daarnaast moet de ECB een jaarverslag uitgeven waarin haar activiteiten en het monetaire beleid van het vorige en het lopende jaar uiteengezet worden. Het jaarverslag is gericht aan het Europees Parlement, de Raad van de EU, de Europese Commissie en de Europese Raad. Met het oog op optimale doorzichtigheid heeft de ECB besloten om zich niet tot deze verplichtingen te beperken (zie Hoofdstuk 3).

Verantwoording

2 De economische en financiële structuur van het eurogebied

Om prijsstabiliteit te kunnen nastreven moet men de factoren die ten grondslag liggen aan het prijsvormingsproces, waaronder de monetaire-beleidstransmissie, doorgronden. Dit hoofdstuk geeft een overzicht van de belangrijkste economische en financiële structuren van de economie van het eurogebied. Eerst worden de hoofdkenmerken van de reële economie besproken, waarbij de nadruk ligt op de samenstelling van de productie, demografische factoren, de hoofdkenmerken van de arbeidsmarkt, en het begrotingsbeleid, alsook de handelsrelaties tussen het eurogebied en de rest van de wereld. Daarna worden de hoofdkenmerken van de financiële structuur uiteengezet met behulp van een beschrijving van de geld- en kapitaalmarkten en de voornaamste financiële instellingen die daarbij betrokken zijn, waarbij een onderscheid gemaakt wordt tussen Monetaire Financiële Instellingen (MFI's) en andere financiële intermediairs.

2.1 Hoofdkenmerken van de reële economie

Hoewel de individuele landen die thans het eurogebied vormen vóór de oprichting van de Monetaire Unie relatief kleine open economieën waren, vormt het eurogebied als geheel een omvangrijke en veel meer gesloten economie. De structurele kenmerken van het eurogebied zijn daarom beter vergelijkbaar met die van de Verenigde Staten of Japan dan met die van individuele eurolanden. Tabel 2.1 geeft een opsomming van de macro-economische hoofdkenmerken van het eurogebied.

Gemeten naar bevolking is het eurogebied één van de grootste ontwikkelde economieën ter wereld: in 2000 bedroeg de totale bevolking 303 miljoen mensen. Ter vergelijking: in 2000 hadden de Verenigde Staten en Japan een bevolking van respectievelijk 276 en 127 miljoen mensen. In Grafiek 2.1 zijn de verschillen in leeftijdsopbouw tussen de bevolking van het eurogebied en die van de Verenigde Staten te zien. Gemiddeld hebben de eurolanden een kleiner percentage jongeren en een hoger percentage ouderen dan de Verenigde Staten.

Wat het aandeel in het mondiale bbp betreft, waren de Verenigde Staten in 2000 de grootste economie, met een gewicht van 22,0%, gevolgd door het eurogebied met 16,0%, terwijl het aandeel van Japan 7,3% bedroeg. Het aandeel van individuele eurolanden was aanzienlijk geringer: de grootste economie binnen het eurogebied nam in 2000 4,6% van het mondiale bbp voor haar rekening.

Qua productiestructuur lijkt het eurogebied veel op de Verenigde Staten en Japan. In alle drie economieën neemt de dienstensector het leeuwendeel van de totale productie voor zijn rekening. Binnen de totale dienstensector doet zich echter een aanzienlijk verschil voor tussen de Verenigde Staten en het eurogebied voor wat het aandeel van de overheids- en de particuliere sector betreft. In de Verenigde Staten is het aandeel van de overheidssector betrekkelijk klein, in het eurogebied veel groter. In beide economieën alsook in Japan neemt de industriële sector het op één na grootste aandeel van de totale productie voor zijn rekening. Aangezien deze economieën hoogontwikkeld zijn is het aandeel van de landbouw, de visserij en de bosbouw in alledrie relatief gering.

Economie van het eurogebied één der grootste ter wereld

Bevolking

Aandeel in het mondiale bbp

Dienstensector heeft grootste aandeel in bbp eurogebied

Tabel 2.1

Hoofdkenmerken van de reële economie van het eurogebied in 2000

	Eenheid	Euro- gebied	Verenigde Staten	Japan
Bevolking	miljoenen	303	276	127
Bbp (% mondiaal bbp) ¹⁾	%	16,0	22,0	7,3
Bbp per hoofd ¹⁾	EUR	22.322	35.034	24.922
Productiesectoren ²⁾				
Landbouw, visserij, bosbouw	% bbp	2,7	1,4	1,7
Industrie (m.i.v. bouwnijverheid)	% bbp	28,8	24,7	34,5
Diensten	% bbp	68,5	73,9	63,8
Werkloosheid (percentage beroepsbevolking)	%	8,9	4,0	4,7
Participatiegraad beroepsbevolking ³⁾	%	67,3	77,2	72,4
Werkgelegenheidsgraad ^{3) 4)}	%	61,2	74,1	68,9
Totale overheid ⁵⁾				
Overschot (+) of tekort (-)	% bbp	-0,7	2,3	-8,6
Bruto schuld	% bbp	70,3	57,3	130,4
Inkomsten	% bbp	47,9	34,0	30,3
waarvan directe belastingen	% bbp	13,0	15,5	7,0
waarvan indirecte belastingen	% bbp	14,2	6,8	8,5
waarvan sociale-verzekeringspremies	% bbp	16,3	7,1	11,0
Uitgaven% bbp		48,6	31,7	38,9
waarvan finale consumptie	% bbp	19,8	14,1	16,6
waarvan sociale uitkeringen	% bbp	16,7	10,5	17,5
Uitvoer van goederen ⁶⁾	% bbp	14,8	7,8	9,7
Uitvoer van goederen en diensten ⁶⁾	% bbp	19,1	10,7	11,1
Invoer van goederen ⁶⁾	% bbp	14,3	12,3	7,2
Invoer van goederen en diensten ⁶⁾	% bbp	18,7	14,4	9,7
Uitvoer (% uitvoer wereldwijd) ⁷⁾	%	19,0	15,0	9,2
Saldo lopende rekening ⁶⁾	% bbp	-0,7	-4,4	2,5

Bronnen: Eurostat, IMF, Europese Commissie, OESO, Reuters, ECB en berekeningen van de ECB.

Toelichting: Alle in de Tabel getoonde aggregaten omvatten ook gegevens voor Griekenland.

1) De aandelen van het bbp zijn op basis van een waardering van de koopkrachtpariteit van het bbp per land.

2) Op basis van de reële toegevoegde waarde. De gegevens voor Japan betreffen 1998, die voor de Verenigde Staten 1999.

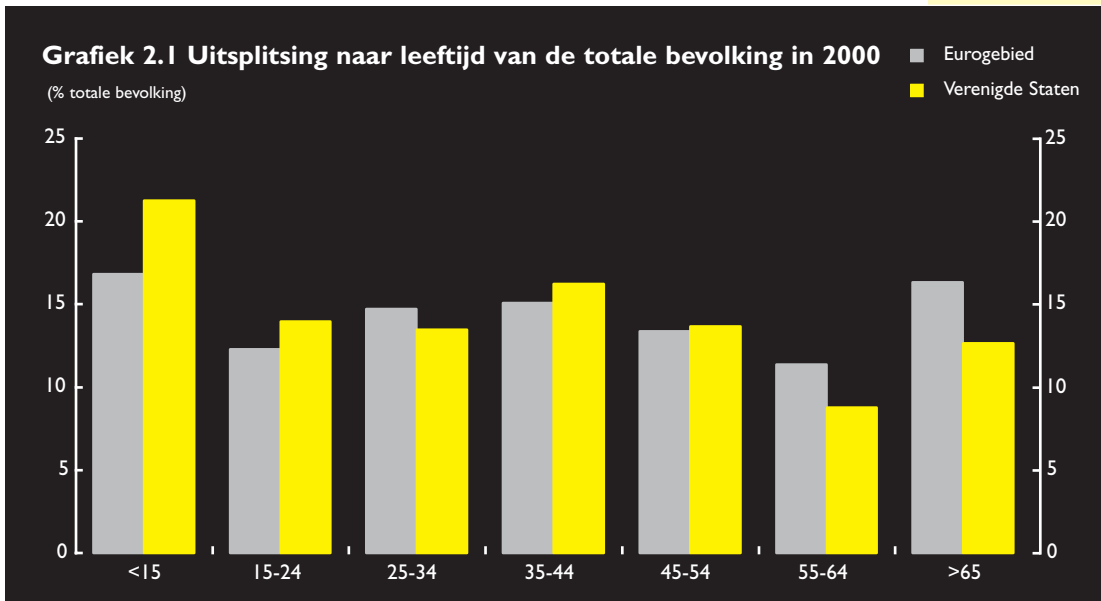
3) De gegevens voor de Verenigde Staten en Japan betreffen 1998.

4) Als percentage van de bevolking van de productieve leeftijd (15-64).

5) In de gegevens voor het eurogebied is de opbrengst van de veiling van UMTS-licenties niet begrepen.

6) Betalingsbalansgegevens, voor het eurogebied slechts de stroomgegevens met betrekking tot de buitenland. De gegevens voor de Verenigde Staten en Japan betreffen 1999.

7) De statistieken voor de buitenland; in de wereldwijde uitvoer zijn geen stroomgegevens voor de handel tussen de landen van het eurogebied begrepen.



Bronnen: Eurostat en het US Bureau of Census.

2.2 Arbeidsmarkt

De institutionele aspecten van arbeidsmarkten, zoals onder andere wetgeving ter bescherming van de werkgelegenheid, werkloosheidsvoorzieningen, het loonvormingsproces en de belastingen op arbeid, oefenen een belangrijke invloed uit op de economische ontwikkelingen. Structurele starheden op de arbeidsmarkt kunnen bijvoorbeeld een vertragende werking hebben op de snelheid waarmee een economie zich aanpast aan tegenslagen (zoals een plotselinge economische teruggang). Dergelijke starheden worden daarom altijd geassocieerd met een relatief hoge en hardnekkige werkloosheid. Bovendien wordt door starheden op de arbeidsmarkt en de daaruit voortvloeiende structurele werkloosheid het economische-groeipercentage dat haalbaar is zonder dat inflatoire druk ontstaat meestal beperkt.

Het werkloosheidscijfer in het eurogebied – dat wil zeggen het aantal werklozen als percentage van de beroepsbevolking – bereikte in de jaren 80 en 90 zeer hoge niveaus. In 2000 lag dit cijfer gemiddeld net onder 9,0%. Met andere woorden, in het eurogebied als geheel waren in 2000 rond 12,2 miljoen mensen werkloos. Ondanks de daling aan het eind van de jaren 90 is de werkloosheid in het eurogebied aanzienlijk hoger gebleven dan die in de Verenigde Staten (zie Grafiek 2.2). In dit verschil doen zich zowel de zeer hoge economische-groei cijfers van de Verenigde Staten aan het eind van de jaren 90 gevoelen als de structurele verschillen tussen de arbeidsmarkten daar en in het eurogebied. Deze verschillen hebben geleid tot een hoger niveau van de structurele werkloosheid in het eurogebied. In de jaren 90 zijn in de eurolanden in uiteenlopende mate hervormingen doorgevoerd waardoor de institutionele kenmerken van de arbeidsmarkten zijn veranderd. In sommige landen is het werkloosheidscijfer door deze hervormingen aanzienlijk gedaald. Niettemin blijven structurele starheden bestaan, waardoor het eurogebied in 2000 nog altijd hoge werkloosheidsniveaus kende.

Structurele starheden kunnen functioneren arbeidsmarkt belemmeren

Grotere werkloosheid in eurogebied dan in Verenigde Staten

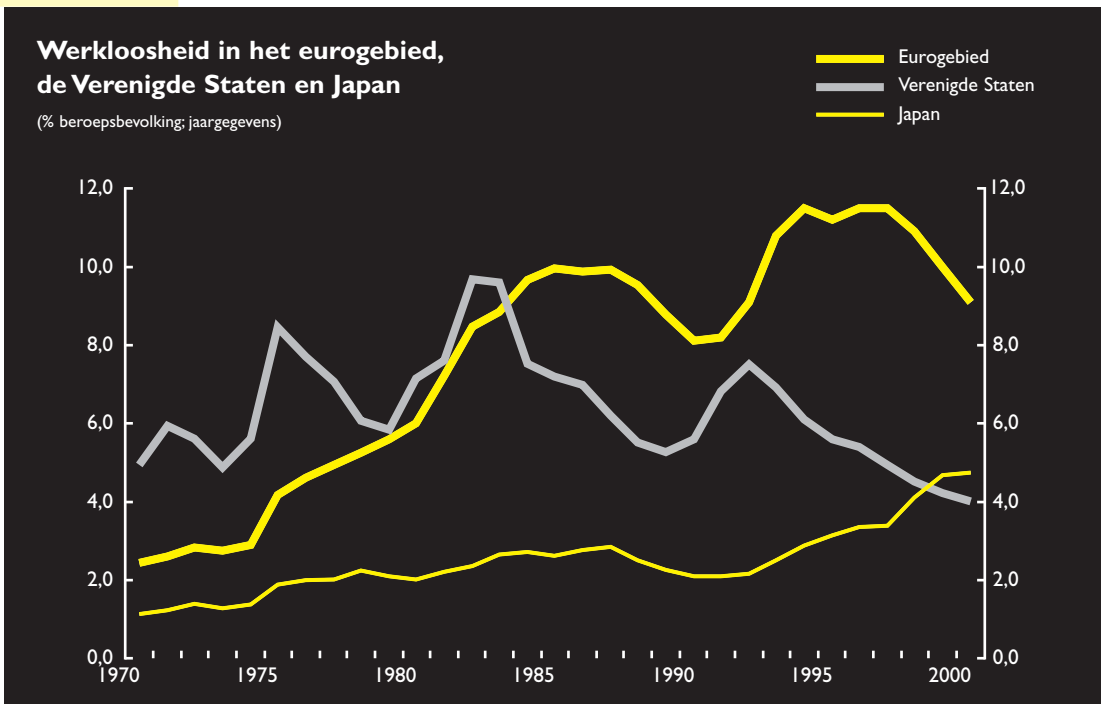
Participatiegraad in eurogebied relatief laag

Werkgelegenheidspercentage in eurogebied relatief laag

Het is opmerkelijk dat de werkloosheid groter was terwijl de participatiegraad in het eurogebied, met 67,3% in 2000, aanzienlijk lager was dan in de Verenigde Staten (77,2%) of Japan (72,4%). De kloof tussen de participatiegraad in het eurogebied en die in de Verenigde Staten (zie Tabel 2.2) was veel breder voor vrouwen (rond 13 procentpunten) dan voor mannen (zo'n 7 procentpunten). De lagere algehele participatiegraad in het eurogebied vergeleken met de Verenigde Staten geeft vooral de verschillen in de jongste en de oudste leeftijdscategorieën weer aangezien de participatiegraad voor mensen tussen 25 en 54 aan weerszijden van de Atlantische Oceaan grotendeels vergelijkbaar is. Over het algemeen nemen Europese jongeren in veel mindere mate deel aan het arbeidsproces dan hun Amerikaanse tegenhangers. Dit zou te maken kunnen hebben met verschillen in de tradities en structuren van het onderwijs en de sociale-zekerheidsstelsels. Ook trekken mensen in het eurogebied zich over het algemeen eerder terug uit het arbeidsproces dan in de Verenigde Staten.

In combinatie met het hogere werkloosheidscijfer resulteert de lagere participatiegraad in een veel lagere werkgelegenheidsgraad (het aantal werknemers als percentage van de bevolking tussen 15 en 64 jaar) in het eurogebied dan in zowel de Verenigde Staten als Japan. Terwijl dit percentage in het eurogebied in 2000 ruim 61% bedroeg, kwam het in de Verenigde Staten en Japan uit op respectievelijk net boven en net onder 70% (zie Tabel 2.1). Dit lagere werkgelegenheidspercentage is één van de belangrijkste redenen waarom het bbp per hoofd in het eurogebied lager is dan in de Verenigde Staten en Japan.

Grafiek 2.2



Bron: Europese Commissie.

Participatiegraad naar geslacht en leeftijdscategorie in het eurogebied en de Verenigde Staten

(als percentage van de bevolking van de productieve leeftijd)

	Eurogebied			Verenigde Staten		
	mannen	vrouwen	totaal	mannen	vrouwen	totaal
Alle leeftijds-categorieën	77,0	57,6	67,3	84,2	70,7	77,2
15-24 ¹⁾	47,8	40,9	44,3	68,4	63,3	65,9
25-34	92,1	74,4	83,3	93,2	76,3	84,8
35-44	95,7	73,4	84,5	92,6	77,1	84,9
45-54	90,8	64,2	77,4	89,2	76,2	82,7
55-59	67,1	40,7	53,8	78,4	61,3	69,5
60-64	29,4	12,8	20,8	55,4	39,1	46,9

Bronnen: Eurostat en OESO.

Toelichting: De gegevens voor de Verenigde Staten betreffen 1999, die voor het eurogebied 2000.

1) De gegevens voor de Verenigde Staten betreffen de leeftijdscategorie 16-24.

2.3 Overheidssector

Het begrotingsbeleid heeft een significante invloed op de economische groei en de inflatie. Het is daarom van groot belang dat monetaire autoriteiten zoals de ECB de ontwikkelingen met betrekking tot het begrotingsbeleid op de voet volgen. Het begrotingsbeleid beïnvloedt de economie en de prijzen via een groot aantal kanalen. In dit proces vormen het niveau en de samenstelling van de overheidsbestedingen en -inkomsten, evenals het begrotingstekort en de staatsschuld, de voornaamste variabelen.

In de derde fase van de EMU blijft het begrotingsbeleid de verantwoordelijkheid van de lidstaten. Er zijn echter diverse institutionele regelingen die ervoor zorgen dat de overheidsfinanciën op EU-niveau gezond zijn (zie Kader 2.1). Met name het *Pact voor Stabiliteit en Groei* is bedoeld om de risico's voor de prijsstabiliteit die uit het nationale begrotingsbeleid zouden kunnen voortvloeien te beperken. Een buitensporige toename van de overheidsbestedingen in een periode dat de economie reeds op volle toeren draait zou bijvoorbeeld, door stimulering van de geaggregeerde vraag, kunnen leiden tot knelpunten en zo inflatoire druk oproepen. In het verleden werden inflatoire periodes veelal gekenmerkt door budgettaire onevenwichtigheden in de vorm van aanzienlijke begrotingstekorten en een toenemende staatsschuld. Begrotingsdiscipline is derhalve een fundamentele component van macro-economische stabiliteit. Afgezien van een onevenwichtige begroting kan ook een hoge staatsschuld schadelijk zijn. Indien een overheid jaarlijks forse rentebetalingen moet doen kan de budgettaire situatie onhoudbaar worden, waardoor de prijsstabiliteit in gevaar komt. Hoge schuld niveaus kunnen ook de reële economie en het financiële klimaat aantasten. Met name wanneer de overheid een buitensporig beroep doet op de kapitaalmarkt wordt kapitaal duur, waardoor de particuliere investeringen in het gedrang komen. Gezien de problemen die zich in het geval van budgettaire onevenwichtigheden kunnen voordoen vertegenwoordigt het *Pact voor Stabiliteit en Groei* een belangrijke verplichting om een begrotingsbeleid te voeren dat de algehele macro-economische stabiliteit ten goede komt.

Begrotingsbeleid
beïnvloedt economie

Macro-economische
stabiliteit vereist gezond
begrotingsbeleid

Het relatief grote
aandeel van de
overheidsuitgaven in bbp
eurogebied ...

... weerspiegelt de grote
aandelen van finale
overheidsconsumptie en
sociale uitkeringen aan
huishoudens

Overheidsinkomsten

Begrotingstekort

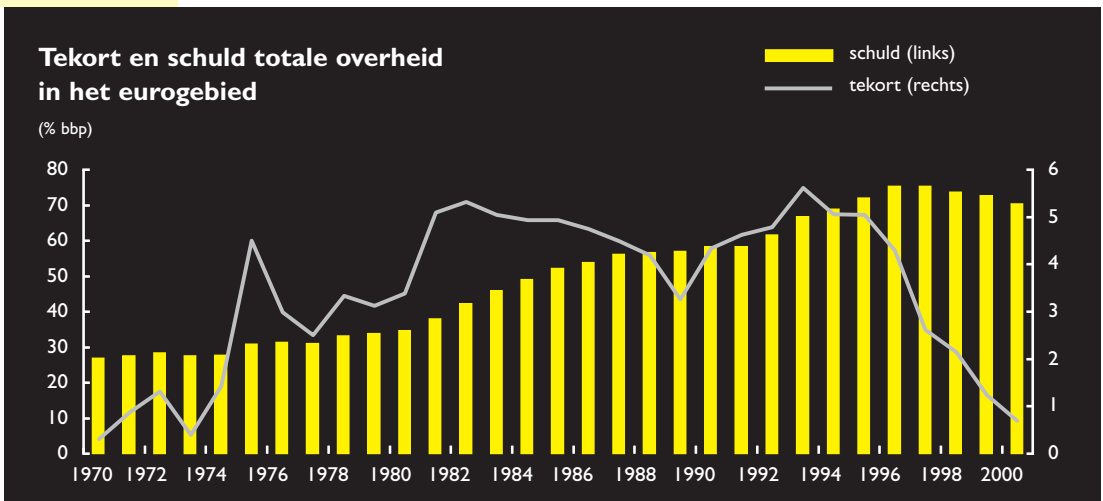
In het eurogebied neemt de totale overheid (dat wil zeggen de centrale, de deelstaten en de lagere overheidssector tezamen) een groter deel van de economie voor haar rekening dan in de Verenigde Staten of Japan. In 2000 bedroegen de overheidsuitgaven in het eurogebied 48,6% bbp, terwijl de inkomsten van de totale overheid op 47,9% bbp uitkwamen. In de Verenigde Staten daarentegen kwamen de bestedingen van de totale overheid uit op rond 32% bbp en de inkomsten op zo'n 34%. In Japan kwamen de overheidsuitgaven in 2000 uit op rond 39% bbp en de inkomsten op 30% bbp, hetgeen op een fors overheidstekort wijst (zie Tabel 2.1).

Het relatief grote aandeel van de overheidsbestedingen in het bbp van het eurogebied geeft met name de grote aandelen weer van zowel de finale overheidsconsumptie als de sociale uitkeringen aan huishoudens. De verschillen tussen de landen worden ten dele veroorzaakt door verschillen in de verdeling van functies tussen de particuliere en de overheidssector. Gezien de kenmerken van de sociale-zekerheidsstelsels in Europa draagt ook de leeftijdsopbouw van de bevolking van het eurogebied bij aan het hoge niveau van de overheidsuitgaven. Zoals in Grafiek 2.1 te zien is, is de bevolking van het eurogebied gemiddeld genomen ouder dan die in de Verenigde Staten, hetgeen gevolgen heeft voor de pensioenen en de gezondheidszorg. Tenzij de desbetreffende lidstaten hervormingen invoeren zal de situatie in de toekomst verder verslechteren door de verwachte vergrijzing van de bevolking van het eurogebied.

Wat de structuur van de overheidsinkomsten betreft, steunt het eurogebied in grotere mate dan de Verenigde Staten en Japan op sociale-verzekeringpremies. Bovendien wordt in het eurogebied meer gebruik gemaakt van indirecte belastingen als inkomstenbron, terwijl de directe belastingen in de Verenigde Staten een hoger percentage uitmaken van de totale belastingontvangsten dan in het eurogebied.

Gedurende de periode 1970-2000 hebben in het eurogebied de overheidsuitgaven de -inkomsten overtroffen. Dientengevolge vertoonde het totale begrotingssaldo voor elk jaar van die periode een tekort. In 1993 was dat tekort tot bijna 6% bbp gestegen, om vervolgens geleidelijk te dalen tot 0,7% in 2000 (zie Grafiek 2.3).

Grafiek 2.3



Bronnen: Europese Commissie, OESO en berekeningen van de ECB.

Toelichting: In de gegevens met betrekking tot het tekort van het eurogebied is de pbrengst van de veiling van UMTS-licenties niet begrepen.

Institutionele regelingen voor gezonde overheidsfinanciën op EU-niveau

Ofschoon het Verdrag voorziet in een gemeenschappelijk monetair beleid, blijft de verantwoordelijkheid voor het overige economische beleid (dat wil zeggen het begrotingsbeleid en het structuurbeleid) bij de nationale autoriteiten berusten. Het Verdrag stelt echter: "De lidstaten beschouwen hun economisch beleid als een aangelegenheid van gemeenschappelijk belang" (Artikel 99 (ex Artikel 103) van het Verdrag).

Daarnaast bevat het Verdrag een aantal bepalingen die bedoeld zijn om gezonde overheidsfinanciën in de derde fase van de EMU te verzekeren, aangezien het begrotingsbeleid de verantwoordelijkheid van de nationale regeringen blijft. Eén daarvan is de procedure bij buitensporige tekorten, zoals uiteengezet in Artikel 104 (ex Artikel 104 C) en in een aan het Verdrag toegevoegd protocol. Deze procedure voorziet in de voorwaarden waaraan een begrotingspositie moet voldoen om als gezond te worden aangemerkt. Mocht de EU-Raad besluiten dat een bepaalde lidstaat een buitensporig tekort heeft dan voorziet de procedure in de stappen die vervolgens genomen moeten worden, waaronder sancties.

Het Pact voor Stabiliteit en Groei vormt een aanvulling op de procedure bij buitensporige tekorten. Op 17 juni 1997 is de Resolutie van de Europese Raad met betrekking tot het Pact vastgesteld. Op basis van deze Resolutie heeft de Raad twee verordeningen aangenomen: de "Verordening van de Raad over versterking van het toezicht op begrotings-situaties en het toezicht op en de coördinatie van het economische beleid" en de "Verordening van de Raad over de bespoediging en verduidelijking van de tenuitvoerlegging van de procedure bij buitensporige tekorten". Deze bepalingen voorzien in het kader waarmee lidstaten zich verplichten op de middellange termijn gezonde overheidsfinanciën tot stand te brengen. De lidstaten moeten streven naar een begrotingssituatie "van nabij evenwicht of in overschot" op de middellange termijn. De bedoeling is dat zij zo de normale conjuncturele schommelingen op kunnen vangen terwijl ze een overheidstekort van minder dan 3% bbp handhaven.

In het kader van het multilateraal toezicht zijn de lidstaten van het eurogebied verplicht stabiliteitsprogramma's in te dienen bij de EU-Raad en de Europese Commissie. De niet-deelnemende lidstaten worden geacht convergentieprogramma's in te dienen. Met behulp van de in deze programma's vervatte informatie kunnen de budgettaire aanpassingen die op de middellange termijn moeten worden aangebracht om een begrotingssituatie van nabij evenwicht of in voorschot te bereiken worden beoordeeld.

Een essentiële aanvulling op de bepalingen die bedoeld zijn om een op stabiliteit georiënteerd begrotingsbeleid te stimuleren is de in het Verdrag vervatte "no bail-out" clausule. Artikel 103, lid 1 (ex Artikel 104 B, lid 1) van het Verdrag luidt: "De Gemeenschap is niet aansprakelijk voor de verbintenissen van centrale overheden, regionale, lokale of andere overheden, andere publiekrechtelijke lichamen of openbare bedrijven van de lidstaten en neemt deze verbintenissen niet over (...). De lidstaten zijn niet aansprakelijk voor de verbintenissen van centrale overheden, regionale, lokale of andere overheden, andere publiekrechtelijke lichamen of openbare bedrijven van een andere lidstaat en nemen deze verbintenissen niet over, onverminderd de wederzijdse financiële garanties voor de gemeenschappelijke uitvoering van een specifiek project". Krachtens deze clausule blijft de verantwoordelijkheid voor de aflossing van de overheidsschuld bij de nationale autoriteiten berusten, waardoor de landen gestimuleerd worden een gezond begrotingsbeleid te voeren op nationaal niveau.

Verdere bepalingen die bijdragen tot begrotingsdiscipline zijn de verboden op de monetaire financiering van begrotingstekorten en op enige vorm van bevoorrechte toegang van de collectieve sector tot financiële instellingen. Krachtens Verdragsartikel 101 (ex Artikel 104) is het de ECB en de nationale centrale banken verboden monetaire financiering te verschaffen voor overheidstekorten door middel van "het verlenen van voorschotten in rekening-courant of andere kredietfaciliteiten". Verdrags-

artikel 102 (ex Artikel 104 A) verbiedt enige maatregel waardoor door overheden en instellingen of organen van de Gemeenschap een bevoorrechte toegang tot financiële instellingen verkregen zou worden. Afgezien van het feit dat deze bepalingen een verdere aansporing inhouden om te streven naar gezonde overheidsfinanciën en een verstandig begrotingsbeleid, dragen zij tevens bij tot de geloofwaardigheid van het gemeenschappelijke, op prijsstabiliteit gerichte, monetaire beleid.

Het Verdrag stelt verder dat de Raad van de EU – op aanbeveling van de Europese Commissie – eens per jaar globale richtsnoeren voor het economisch beleid zal vaststellen. Deze richtsnoeren vormen een kader voor de bepaling van de doelstellingen en oriëntatie van het economisch beleid voor de lid-

staten en de Europese Gemeenschap. Aangezien alle lidstaten met min of meer dezelfde problemen en economische-beleidsdilemma's geconfronteerd worden, bevatten de globale richtsnoeren een aantal algemene oriëntatiepunten die voor alle lidstaten gelden. Daarnaast bevatten de globale richtsnoeren ook aanbevelingen die voor specifieke landen gelden; hiermee wordt recht gedaan aan de verschillen tussen de landen qua economische prestaties en vooruitzichten, alsook structuren en instellingen. Overeenkomstig het Verdrag wordt in de globale richtsnoeren de onafhankelijkheid van de ECB gerespecteerd bij het nastreven van haar voornaamste doelstelling, het handhaven van prijsstabiliteit, en wordt niet gepoogd haar monetaire beleid te beïnvloeden.

Bruto schuld totale
overheid

De bruto overheidsschuld van het eurogebied als geheel bereikte in 1996 een hoogtepunt van 75,4% bbp, na gedurende de twee daaraan voorafgaande decennia snel te zijn gestegen. Daarna is de bruto schuld iets afgenomen, tot 70,3% bbp in 2000. Met 57,3% bbp in 2000 lag de bruto overheidsschuld van de Verenigde Staten op een lager niveau, terwijl die van Japan op 130,4% uitkwam.

Economie eurogebied
veel minder open dan
individuele landen
eurogebied

2.4 De handel met landen buiten het eurogebied

Hoewel bepaald niet ongevoelig voor economische ontwikkelingen wereldwijd, is de economie van het eurogebied veel minder open dan die van de individuele landen van het eurogebied. Hierdoor wordt het effect van externe economische ontwikkelingen beperkt en met name de invloed van externe prijzen op de prijzen binnen het eurogebied. Het eurogebied is echter nog altijd meer open dan de Verenigde Staten of Japan. Als percentage van het bbp kwamen de in- en uitvoer van goederen en diensten van het eurogebied in 2000 aanzienlijk hoger uit dan die van de Verenigde Staten en Japan (zie Tabel 2.1).

Goederen vormen
grootste categorie in
in- en uitvoer eurogebied

Wat de samenstelling van de handel aangaat betreft zowel de invoer als de uitvoer van het eurogebied voornamelijk goederen (in 2000 rond 75%). Outillage en transportmiddelen maken bijna de helft uit van alle uitgevoerde goederen, maar vormen ook de grootste categorie binnen de goedereninvoer van het eurogebied (zie Tabel 2.3). Zij worden gevolgd door Overige fabrikaten, die ongeveer hetzelfde aandeel hebben in de goedereninvoer en de -uitvoer. In 2000 maakten chemische producten 13,6% van de goederenuitvoer uit, maar slechts 8,5% van de -invoer, terwijl het aandeel van grondstoffen en energie veel groter was bij de invoer dan bij de uitvoer. Kortom, de internationale verdeling van de arbeid en de beschikbaarheid van grondstoffen in het eurogebied doen zich gevoelen in het feit dat het eurogebied per saldo grondstoffen en halfabrikaten importeert en gespecialiseerd is in de uitvoer van verwerkte goederen.

De externe goederenhandel van het eurogebied in 2000

(procentueel aandeel in totaal)

Tabel 2.3

	Uitvoer	Invoer
Totaal		
waarvan:		
Outillage en transportmiddelen	46,6	37,8
Chemische producten	13,6	8,5
Grondstoffen	2,0	4,8
Energie	2,3	14,4
Voedings- en genotmiddelen	6,1	5,5
Overige industriële fabrikaten	26,6	25,4
Overige	2,9	3,5

Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Wat de geografische uitsplitsing van de handel betreft, vormen het Verenigd Koninkrijk, de Verenigde Staten, Zwitserland en Japan, in deze volgorde, de grootste handelspartners van het eurogebied. Op deze economieën na heeft geen enkel ander land in de periode 1996-1999 meer dan 5% van de handel met het eurogebied voor zijn rekening genomen (zie Grafiek 2.4). Rusland en de Centraal- en Oost-Europese landen namen tezamen 12,8% van de handel met het eurogebied voor hun rekening, terwijl het overeenkomstige cijfer voor China en de rest van Azië, met uitzondering van Japan, ook op 12,8% uitkwam.

Geografische uitsplitsing
buitenhandel eurogebied

Grafiek 2.4



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

- 1) Handelsgewichten zijn de som van de uitvoer en de invoer uitgedrukt als percentage van het totaal van de uitvoer en de invoer van het eurogebied (met inbegrip van Griekenland).
- 2) De gewichten die ten grondslag liggen aan de berekening van de indices van de effectieve wisselkoers van de euro zijn algemene handelsgewichten, dat wil zeggen een gewogen gemiddelde van de invoer en dubbele uitvoergewichten, op basis van de buitenlandse handel in industriële producten van het eurogebied. Door de uitvoer dubbel te wegen wordt rekening gehouden met derde-markteffecten, dat wil zeggen de concurrentie waarmee exporteurs in het eurogebied op buitenlandse markten te maken krijgen van zowel producenten binnen het eurogebied als exporteurs uit derde landen.
- 3) Special Administrative Region.

Effectieve wisselkoers

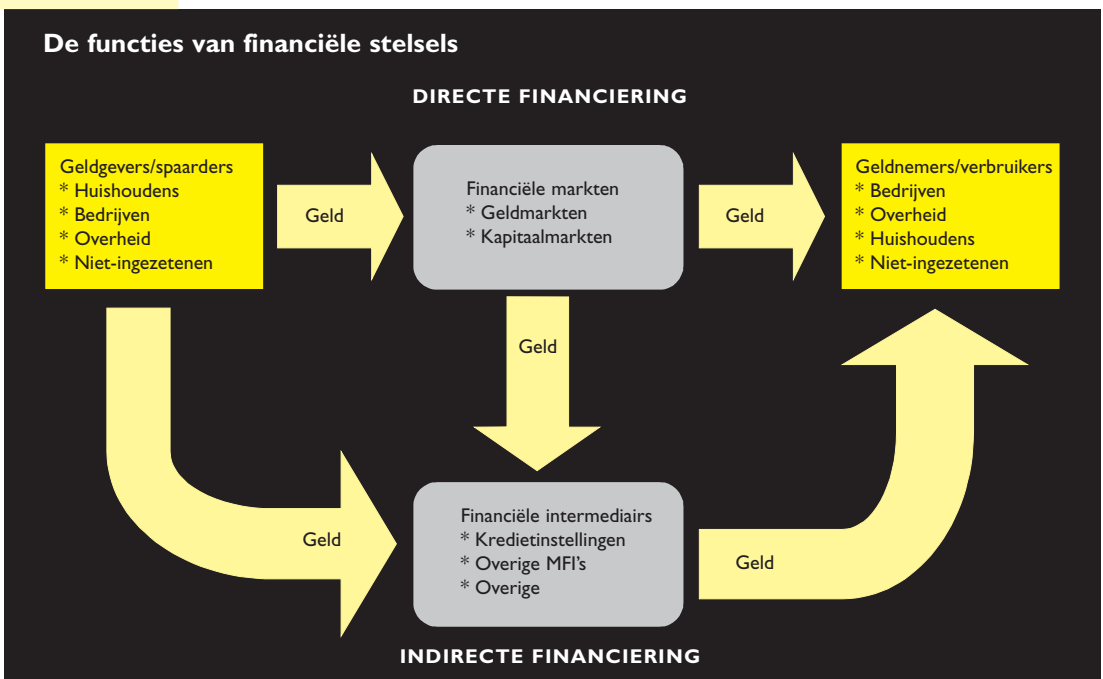
Indirecte en directe financiering

Opgemerkt zij dat deze bilaterale handelsgewichten uitsluitend de handel tussen de landen van het eurogebied en de landen daarbuiten weergeven. Zij geven niet de concurrentie weer die producenten in het eurogebied op de exportmarkten ondervinden van exporteurs uit andere landen en van andere producenten in het eurogebied. Met deze “derde-markteffecten” moet bij een beoordeling van het concurrentievermogen van het eurogebied rekening worden gehouden. Deze effecten worden wel meegenomen in de gewichten van de effectieve wisselkoers van de euro. Het is opmerkelijk dat de gewichten van de munteenheden van de Verenigde Staten en Japan in de effectieve wisselkoers van de euro aanzienlijk hoger zijn dan de bilaterale handelsgewichten van deze twee landen (zie Grafiek 2.4).

2.5 Financiële structuur

Het financiële stelsel vervult de essentiële economische functie van het doorsluizen van geld van diegenen die sparen omdat zij minder uitgeven dan zij ontvangen, naar diegenen die geld tekortkomen omdat hun uitgaven hun inkomsten overstijgen. Dit proces wordt in Grafiek 2.5 schematisch uiteengezet. Hoewel spaargeld vooral van huishoudens afkomstig is hebben ook bedrijven, de overheid en niet-ingezetenen soms geld over dat zij willen uitzetten. In het eurogebied zijn de grootste geldnemers bedrijven en de overheid, maar ook huishoudens en niet-ingezetenen lenen wel eens om hun aankopen te financieren. Het geld stroomt via twee kanalen van geldgevers naar geldnemers. In het geval van directe financiering, zoals bovenaan Grafiek 2.5 te zien is, lenen geldnemers direct van de geldgevers in de financiële markten via de verkoop van financiële instrumenten zoals effecten, die een vordering op de toekomstige inkomsten of activa van de geldnemer vertegenwoordigen. Wordt in dit proces ook een rol gespeeld door financiële intermediairs, dan spreekt men wel van indirecte financiering (zie onderaan Grafiek 2.5). Bij de financiële intermediairs wordt

Grafiek 2.5



een onderscheid gemaakt tussen kredietinstellingen, overige Monetaire Financiële Instellingen (MFI's) en overige financiële intermediairs.

Voordat dieper ingegaan wordt op de financiële markten waar de directe financiering plaatsvindt en de financiële intermediairs die bij de indirecte financiering betrokken zijn, wordt in Tabel 2.4 een overzicht gegeven van de voornaamste financiële activa en passiva van de niet-financiële sectoren in het eurogebied op basis van de per medio 2000 uitstaande bedragen. De uitstaande financiële activa en passiva vormen de “voorraden” in de kwartaalversie van de financiële rekeningen. De voornaamste in Tabel 2.4 getoonde financiële activa (chartaal geld en deposito's, effecten met uitzondering van aandelen, beursgenoteerde aandelen en verzekeringstechnische reserves) bedroegen medio 2000 EUR 14.535 miljard (rond 230% van het jaarlijkse bbp van het eurogebied). Effecten, met inbegrip van beursgenoteerde aandelen, maakten bijna de helft van dit bedrag uit, en chartaal geld en deposito's één derde. De verzekeringstechnische reserves, dat wil zeggen de door pensioenfondsen, verzekeringsinstellingen en niet-financiële ondernemingen getroffen voorzieningen om aan de vorderingen van polishouders te kunnen voldoen, vertegenwoordigden één vijfde van de belangrijkste financiële activa die in de Tabel genoemd worden. De belangrijkste in Tabel 2.4 getoonde passiva (leningen en effecten, waaronder beursgenoteerde aandelen) kwamen medio 2000 op EUR 15.526 miljard uit (250% bbp). Effecten, met inbegrip van beursgenoteerde aandelen, vormden meer dan de helft van de financieringsbronnen van de niet-financiële sectoren, en leningen rond 45%. Het leeuwendeel van de financieringen (bijna 90% van de passiva) had een looptijd van meer dan één jaar.

2.6 Financiële markten

In deze paragraaf worden de hoofdkenmerken van de geld-, schuldpapier- en aandelenmarkten in het eurogebied beschreven. In Kader 2.2 worden de belangrijkste financiële-markttermen verklaard.

De geldmarkt

De geldmarkt speelt een cruciale rol bij de transmissie van monetaire-beleidsbesluiten, omdat wijzigingen van de monetaire-beleidsinstrumenten vooral aangrijpen bij de geldmarkt (zie Hoofdstuk 4). Een efficiënt monetair beleid is afhankelijk van een diepe en geïntegreerde geldmarkt, omdat deze garant staat voor een evenwichtige verdeling van centrale-bankliquiditeiten en een homogeen korte-renteniveau overal in de muntunie. In het eurogebied is vrijwel vanaf de start van de derde fase van de EMU aan deze voorwaarde voldaan, toen de nationale geldmarkten met succes geïntegreerd werden tot één enkele efficiënte geldmarkt die het gehele eurogebied bestrijkt.

De snelle integratie van de geldmarkt van het eurogebied is verder bevorderd door de ontwikkelingen met betrekking tot de infrastructuur van betalingssystemen, met name de oprichting van het TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer) systeem, dat de soepele verevening van grensoverschrijdende betalingen mogelijk maakt. In TARGET zijn de “real-time” bruto-vereveningssystemen van de nationale centrale banken van de EU-landen en het beta-

Belangrijkste financiële activa en passiva van de niet-financiële sectoren

Integratie geldmarkt

Rol betalingssystemen

Tabel 2.4**Financiële beleggingen en de financiering van de niet-financiële sectoren in het eurogebied, medio 2000 ¹⁾**

(uitstaande bedragen)

Diverse financiële activa	EUR miljard	%
Totaal	14.535	100,0
Chartaal geld en deposito's	4.897	33,7
Chartaal geld	341	2,3
Deposito's aangehouden bij	4.556	31,3
MFI's in het eurogebied	4.405	30,3
niet-MFI's	150	1,0
Effecten m.u.v. aandelen	1.592	11,0
Kortlopend	161	1,1
Langlopend	1.432	9,8
Aandelen ²⁾	4.908	33,8
Aandelen van beursgenoteerde bedrijven	2.952	20,3
Aandelen in beleggingsfondsen	1.956	13,5
waarvan aandelen in geldmarktfondsen	221	1,5
Verzekeringstechnische reserves	3.138	21,6
Door huishoudens in de reserves van levensverzekeringsondernemingen en pensioenfondsen		
aangehouden aandelen	2.829	19,5
Vooruitbetalingen van verzekeringspremies en reserves voor uitstaande vorderingen	309	2,1

Bron: ECB.

- 1) De niet-financiële sectoren omvatten de totale overheid, niet-financiële ondernemingen en huishoudens, waaronder instellingen zonder winstoogmerk ten behoeve van huishoudens.
- 2) Met uitzondering van aandelen van niet-beursgenoteerde bedrijven.
- 3) Waaronder instellingen zonder winstoogmerk ten behoeve van huishoudens.

Tabel 2.4

Diverse financiële passiva	EUR miljard	%
Totaal	15.526	100,0
Leningen	6.951	44,8
a) opgenomen bij		
MFI's in het eurogebied	6.261	40,3
overige financiële intermediairs	690	4,4
b) aan		
totale overheid	885	5,7
kortlopend	42	0,3
langlopend	844	5,4
niet-financiële ondernemingen	2.994	19,3
kortlopend	1.088	7,0
langlopend	1.905	12,3
huishoudens ³⁾	3.072	19,8
kortlopend	274	1,8
langlopend	2.798	18,0
Effecten m.u.v. aandelen	4.003	25,8
Totale overheid	3.600	23,2
kortlopend	425	2,7
langlopend	3.175	20,4
Niet-financiële ondernemingen	403	2,6
kortlopend	91	0,6
langlopend	312	2,0
Beursgenoteerde aandelen		
uitgegeven door niet-financiële ondernemingen	4.157	26,8
Deposito's		
passiva van de centrale overheid	148	1,0
Reserves van pensioenfondsen		
van niet-financiële ondernemingen	267	1,7

Belangrijkste financiële-markttermen

De financiële markten kunnen worden gerangschikt naar een aantal criteria waarin verschillende essentiële kenmerken van deze markten worden belicht. Een mogelijk criterium is of de financiële transactie een eerste aankoop van de uitgegeven effecten betreft of de handel tussen houders van effecten (**primaire of secundaire markt**). De secundaire markt wordt op zijn beurt op twee manieren georganiseerd. De secundaire handel kan plaatsvinden via **effectenbeurzen**, waar zij die effecten wensen te kopen of verkopen elkaar op één centrale locatie treffen. Maar effecten hoeven niet ter beurse verhandeld te worden; er bestaat ook een **over-the-counter markt**, waar handelaren die effecten in voorraad hebben op diverse locaties effecten kopen van en verkopen aan eenieder die hun prijs accepteert.

Ook kan er een onderscheid gemaakt worden naar de oorspronkelijke looptijd van het financiële contract, waarbij de scheidslijn vaak gelegd wordt tussen oorspronkelijke looptijden van minder of meer dan één jaar (**geld- of kapitaalmarkt**). De geldmarkt verschilt van andere financiële markten in die zin dat zij een grootschalige interbancaire markt vormt waar grote transacties worden geëffectueerd. Bovendien kan het Eurosysteem de geldmarktvoorwaarden beïnvloeden door middel van zijn monetaire-beleidsinstrumenten (zie Hoofdstuk 4). De ECB heeft het monopolie op het verschaffen van centrale-bankgeld en kan, op grond van dit mono-

polie, de voorwaarden voor de herfinanciering van kredietinstellingen in het eurogebied bepalen. Hierdoor worden de voorwaarden waarop kredietinstellingen en andere deelnemers transacties in de geldmarkt van het eurogebied uitvoeren beïnvloed.

Daarnaast wordt vaak onderscheid gemaakt naar de vorm van het financiële instrument (**aandelen- of schuldpapiermarkt**). Het belangrijkste onderscheid tussen aandelen en schuldpapier is dat aandelen niet terugbetaald hoeven worden, terwijl schuldpapier een financiële vordering inhoudt die gewoonlijk wel moet worden afgelost (tot specifieke bedragen tegen een bepaalde rentevoet).

Derivaten tenslotte zijn financiële contracten waarvan de waarde afgeleid wordt van onderliggende effectenkoersen, rentevoeten, wisselkoersen, marktindices of grondstoffenprijzen. Derivaten bestaan voornamelijk uit futures, opties, swaps en rentetermijncontracten. De houder van een call- (put-) optie heeft bijvoorbeeld het recht, maar is niet verplicht, een financieel instrument (zoals een obligatie of een aandeel) op een afgesproken tijdstip in de toekomst tegen een gegeven koers te kopen (of te verkopen). Door combinatie van de basis-categorieën zijn veel andere vormen van derivatencontracten ontwikkeld. De derivatenmarkten nemen een centrale plaats in in het functioneren van de financiële markten omdat zij de prijsvorming en de toewijzing van financiële risico's bevorderen.

lingssysteem van de ECB aan elkaar gekoppeld. TARGET wordt geleid, beheerd en gecontroleerd door de Raad van Bestuur van de ECB.

De geldmarkt van het eurogebied kent diverse segmenten. Daarvan is de belangrijkste de markt voor blanco krediet. Aangezien deze markt vooral tegemoetkomt aan de liquiditeitsbehoefte van de banken, bestaan de transacties zonder onderpand vooral uit kredieten tot de volgende ochtend. Er zijn twee belangrijke referentierentevoeten voor de blanco geldmarkt, de EONIA (euro overnight index average) en de EURIBOR (euro interbank offered rate), die tezamen uniforme prijsindicaties vormen voor krediet met een looptijd van één nacht tot één jaar.

Andere belangrijke segmenten van de geldmarkt zijn de repo-markt en de markt voor deviezenswaps. Op deze markten wordt alleen geleend tegen onderpand. Het belang van de repo-markt is niet overal in het eurogebied hetzelfde omdat zich qua onderpand nogal wat verschillen voordoen tussen de diverse landen. Repo-transacties hebben meestal een looptijd tot en met één maand. Deviezenswaps kennen gewoonlijk een looptijd van meer dan drie maanden.

Naast de eerdergenoemde segmenten kent de geldmarkt van het eurogebied ook derivatensegmenten, waarvan de markt voor renteswaps en die voor futures de belangrijkste zijn. Op deze markten worden vooral EONIA-swaps en EURIBOR-futures verhandeld.

Wat de ontwikkeling van de diverse segmenten van de geldmarkt van het eurogebied betreft is de markt voor blanco krediet, met een hoge mate van activiteit en liquiditeit, het snelst gegroeid. In 2000 bestond ongeveer de helft van de totale omzet van de markt in het eurogebied uit blanco transacties. De repo-markt nam ongeveer één derde van de totale omzet van de contante markt in het eurogebied voor zijn rekening, die dankzij een forse toename van grensoverschrijdende repo's in 1999 en 2000 een aanzienlijke groei doormaakte. Door diverse technische factoren, zoals verschillen in wetgeving, verslaglegging en de tradities binnen het eurogebied, was de repo-markt aan het eind van 2000 echter nog steeds niet tot volle wasdom gekomen. Van de derivatensegmenten heeft de EONIA-swapmarkt zich in 1999 en 2000 het snelst ontwikkeld. Deze zeer actieve, diepe en liquide markt kent zijn weerga niet buiten het eurogebied.

Markt voor schuldbewijzen

De geldmarkt in bredere zin omvat ook de markt voor kortlopende effecten. Ultimo 2000 bedroeg het uitstaande bedrag aan door ingezetenen van het eurogebied uitgegeven kortlopende schuldbewijzen in totaal bijna 10% bbp, en was daarmee sinds 1990 vrijwel onveranderd (zie Tabel 2.5). In de jaren 90 heeft zich echter wel een verandering voorgedaan in het relatieve belang van de diverse categorieën van emittenten. In 1990 was de overheid de grootste emittent (7.3% bbp), terwijl in 2000 het uitstaande bedrag aan in euro luidende, door de particuliere sector, en met name MFI's, uitgegeven kortlopende schuldbewijzen het bedrag aan door de overheid uitgegeven kortlopende schuldbewijzen overtrof (5,3% bbp tegenover 3,8% bbp).

Een belangrijker categorie wordt gevormd door in euro luidende, door ingezetenen van het eurogebied uitgegeven, langlopende schuldbewijzen. Ultimo 2000 kwam het uitstaande bedrag aan deze schuldbewijzen uit op 92% bbp, na ultimo 1990 52% bbp te hebben uitgemaakt (zie Tabel 2.6). Qua volume is de overheid (dat wil zeggen de centrale overheid en de overige overheid) de grootste emittent van langlopende schuldbewijzen. Ultimo 2000 kwam het uitstaande bedrag aan in euro luidende, door de overheid uitgegeven, langlopende schuldbewijzen op bijna 50% bbp uit; daarna kwamen de MFI's, met 34% bbp. Het uitstaande bedrag aan in euro luidende, door niet-financiële ondernemingen en niet-monetaire financiële ondernemingen uitgegeven langlopende schuldbewijzen kwam op zo'n 8% bbp uit, maar is sinds de start van de derde fase van de EMU relatief snel gestegen.

Gedekte segmenten
geldmarkt

Derivatenmarkten

Ontwikkeling van de
geldmarkt in 1999 en
2000

Lager relatief belang
kortlopende schuldbewijzen ...

... vergeleken met
langlopende schuldbewijzen

Tabel 2.5**Uitstaande bedragen aan in euro luidende, door ingezetenen van het eurogebied uitgegeven, kortlopende schuldbewijzen**

(ultimo cijfers, EUR miljard; tussen vierkante haakjes als percentage bbp)

	1990	1995	1998	1999	2000
Totaal	469,3 [10,7]	606,1 [11,4]	532,7 [9,1]	585,5 [9,6]	579,0 [9,0]
<i>waarvan uitgegeven door:</i>					
MFI's	99,6 [2,3]	167,7 [3,2]	165,0 [2,8]	249,3 [4,1]	244,0 [3,8]
Niet-monetaire financiële ondernemingen	4,2 [0,1]	9,6 [0,2]	8,9 [0,2]	6,0 [0,1]	4,5 [0,1]
Niet-financiële ondernemingen	44,4 [1,0]	33,7 [0,6]	46,3 [0,8]	66,8 [1,1]	87,0 [1,4]
Overheidssector	321,1 [7,3]	395,0 [7,4]	312,5 [5,3]	263,3 [4,3]	244,3 [3,8]

Bron: ECB.

Financiering door schuldbewijzen in eurogebied gering vergeleken met Verenigde Staten

In het eurogebied wordt minder gefinancierd door middel van de uitgifte van schuldbewijzen dan in de Verenigde Staten en Japan. Ultimo 2000 kwamen de uitstaande bedragen uit op 101% bbp in het eurogebied, en 147% en 127% bbp in respectievelijk de Verenigde Staten en Japan (zie Tabel 2.7). Het uitstaande bedrag aan door niet-financiële ondernemingen in het eurogebied uitgegeven schuldbewijzen kwam eind 2000 uit op 6% bbp, en in de Verenigde Staten en Japan op respectievelijk 25% en 16% bbp.

Sommige segmenten schuldbewijzenmarkt eurogebied weinig ontwikkeld

Ondanks de forse groei van de markt voor schuldbewijzen in het eurogebied zijn sommige marktsegmenten, zoals die voor schuldpapier met een lage *credit rating* of zonder *rating*, betrekkelijk onderontwikkeld gebleven. Vergeleken met de Verenigde Staten beschikten slechts enkele ondernemingen in het eurogebied in 2000 over een *credit rating*, waardoor de markt voor bedrijfsobligaties beperkt van omvang bleef.

Tabel 2.6**Uitstaande bedragen aan in euro luidende, door ingezetenen van het eurogebied uitgegeven, langlopende schuldbewijzen**

(ultimo cijfers, EUR miljard; tussen vierkante haakjes als percentage bbp)

	1990	1995	1998	1999	2000
Totaal	2.303,7 [52,4]	4.127,7 [77,7]	5.093,3 [86,8]	5.536,6 [90,5]	5.897,1 [91,7]
<i>waarvan uitgegeven door:</i>					
MFI's	960,7 [21,8]	1.467,1 [27,6]	1.849,6 [31,5]	2.014,4 [32,9]	2.175,7 [33,8]
Niet-monetaire financiële ondernemingen	52,8 [1,2]	83,2 [1,6]	122,6 [2,1]	194,8 [3,2]	251,3 [3,9]
Niet-financiële ondernemingen	151,5 [3,4]	223,7 [4,2]	225,1 [3,8]	252,0 [4,1]	287,6 [4,5]
Overheidssector	1.138,7 [25,9]	2.353,6 [44,3]	2.896,1 [49,3]	3.075,8 [50,3]	3.182,4 [49,5]

Bron: ECB.

Tabel 2.7

Ultimo 2000 uitstaande bedragen aan in nationale munteenheden luidende, door ingezetenen van het eurogebied, de Verenigde Staten en Japan uitgegeven, schuldbewijzen

(% bbp)

	Totaal	Uitgegeven door financiële ondernemingen	Uitgegeven door niet-financiële ondernemingen	Uitgegeven door totale overheid
Eurogebied	100,7	41,5	5,9	53,3
Verenigde Staten ¹⁾	146,9	85,7	24,6	38,7
Japan	126,5	16,1	16,0	96,0

Bronnen: ECB en BIB.

1) Door de overheid gegarandeerde effecten zoals effecten uitgegeven door Government-Sponsored Enterprises of Federally Related Mortgage Pools, die ultimo 2000 43,6% bbp uitmaakten, worden beschouwd als door financiële ondernemingen uitgegeven effecten.

Aandelenmarkt

Een veel gebruikte indicator van het belang van de aandelenmarkt is de kapitalisatiegraad van de verhandelde effecten, uitgedrukt als percentage van het bbp. De kapitalisatiegraad van de aandelenmarkt in het eurogebied is tussen ultimo 1990 en ultimo 2000 gestegen van 21% bbp tot 93% bbp (zie Tabel 2.8). Daarmee is deze nog altijd aanzienlijk geringer dan in de Verenigde Staten en is de kloof tussen de kapitalisatiegraad in de Verenigde Staten en die in het eurogebied zelfs verbreed van rond 30 procentpunten in 1990 tot 60 procentpunten in 2000. In Japan daarentegen liep de kapitalisatiegraad van de aandelenmarkt terug van 87% bbp in 1990 tot 68% bbp in 2000. Opgemerkt zij dat deze ontwikkelingen fors zijn beïnvloed door de bewegingen van de aandelenprijzen.

Een tweede indicatie van het belang van de aandelenmarkt is te vinden in de statistieken met betrekking tot het aantal beursgenoteerde bedrijven. In het eurogebied is dit aantal gestegen van 4.276 per eind 1990 tot 6.112 per eind 2000 (zie Tabel 2.9). Ter vergelijking: het aantal beursgenoteerde bedrijven in de Verenigde Staten en Japan kwam per ultimo 2000 uit op respectievelijk 7.657 en 2.096.

Kapitalisatiegraad aandelenmarkt eurogebied neemt toe, maar geringer dan in Verenigde Staten

Aantal beursgenoteerde bedrijven in eurogebied neemt toe

Kapitalisatiegraad van de aandelenbeurzen in het eurogebied, de Verenigde Staten en Japan

(ultimo cijfers, % bbp)

	1990	1995	1998	1999	2000
Eurogebied	21	29	61	90	93
Verenigde Staten	54	94	145	180	153
Japan	87	72	56	91	68

Bron: International Federation of Stock Exchanges.

Tabel 2.8

Tabel 2.9**Aantal beursgenoteerde binnenlandse en buitenlandse bedrijven in het eurogebied, de Verenigde Staten en Japan**

(ultimo cijfers)

	1990	1995	1998	1999	2000
Eurogebied	4.276	3.756	4.775	5.453	6.112
Verenigde Staten	6.765	7.369	7.750	7.429	7.657
Japan	1.752	1.865	1.890	1.935	2.096

Bron: International Federation of Stock Exchanges

Toenemende integratie aandelenmarkten eurogebied

Een ander verschil tussen de aandelenmarkt in het eurogebied en die in de Verenigde Staten en Japan is dat in deze twee landen de handel geconcentreerd is bij één of twee beurzen. In het eurogebied heeft elk land wel één of meerdere beurzen. Sinds de invoering van de euro zijn er diverse allianties gevormd of zijn de activiteiten van de aandelenbeurzen van individuele landen van het eurogebied gebundeld. Ook lijken de deelnemers aan de aandelenmarkten in toenemende mate rekening te houden met de economische factoren die het gehele eurogebied betreffen. Eén duidelijke indicatie van de toenemende integratie van de aandelenmarkten in het eurogebied is de ontwikkeling van een reeks aandelenmarktindices die het gehele eurogebied bestrijken, zoals de Dow Jones EURO STOXX index.

2.7 Financiële intermediairs*Kredietinstellingen en andere Monetaire Financiële Instellingen (MFI's)*

De belangrijkste financiële intermediairs in het eurogebied zijn de kredietinstellingen. Kredietinstellingen worden duidelijk gedefinieerd in twee Coördinatierichtlijnen voor het bankwezen¹ en zijn onderhevig aan toezichtsnormen die overal in de EU gelden. Kredietinstellingen zijn de tegenpartijen bij de monetaire-beleidstransacties van het Eurosysteem (zie Hoofdstuk 4). Omdat zij krediet verlenen aan huishoudens en bedrijven, onder andere op basis van krediet dat zij van de centrale bank hebben ontvangen, zijn zij cruciaal voor de transmissie van monetaire-beleidsimpulsen aan de economie (zie paragraaf 3.2). De term "Monetaire Financiële Instelling" is bedacht omdat een toenemend aantal niet-kredietinstellingen, met name geldmarktfondsen², activiteiten ontplooiën en producten aanbieden die van oudsher aan banken waren voorbehouden.

Per ultimo 2000 maakten kredietinstellingen 82% van alle MFI's in het eurogebied uit (zie Tabel 2.10). De tweede grootste categorie MFI's zijn de geldmarktfondsen. Eind 2000 bevonden zich in het eurogebied 9.096 MFI's. In dit cijfer is ook het grote aan-

Definitie kredietinstellingen en MFI's

Aantal MFI's afgenomen door financiële consolidatie

1 Een "kredietinstelling" is iedere instelling die onder de definitie van de Coördinatierichtlijnen voor het bankwezen 77/780/EEG van 12 december 1977 en 89/646/EEG van 30 december 1989 vallen, namelijk "een onderneming waarvan de werkzaamheden bestaan in het van het publiek in ontvangst nemen van deposito's of van andere terugbetaalbare gelden en het verlenen van kredieten voor eigen rekening".

2 Geldmarktfondsen worden gedefinieerd als instellingen voor collectieve belegging in effecten waarvan de rechten van deelneming qua liquiditeit nauwe substituten vormen voor deposito's en die voornamelijk beleggen in geldmarktinstrumenten en/of andere overdraagbare schuldbewijzen met een resterende looptijd tot en met één jaar, en/of in bancaire deposito's, en/of een rendement bieden dat de rente op geldmarktinstrumenten benadert.

tal spaarbanken, coöperatief georganiseerde banken – die meestal slechts plaatselijk actief zijn – en gespecialiseerde kredietinstellingen in een aantal landen begrepen. Tussen 1998 en 2000 is het aantal MFI's aanzienlijk gedaald, een ontwikkeling waarin zich het aanhoudende consolidatieproces in de Europese bancaire sector deed gevoelen. De tendens naar consolidatie in de kredietinstellingensector is een reactie op de veranderende marktvoorwaarden als gevolg van factoren zoals de technologische vooruitgang, deregulering, liberalisatie en globalisering. Deze ontwikkelingen zijn waarschijnlijk verder bevorderd door de invoering van de euro en de daarmee samenhangende grotere doorzichtigheid over nationale grenzen heen.

De ECB en de nationale centrale banken verzamelen maand- en kwartaalstatistieken bij de MFI's in het eurogebied en stellen zowel een geaggregeerde als een geconsolideerde MFI-balans samen voor het eurogebied. Op de geaggregeerde balans van de MFI-sector worden de geharmoniseerde balansen van alle MFI's in het eurogebied getotaliseerd. De geaggregeerde balans bevat informatie over bruto inter-MFI posities. Zij toont ook grensoverschrijdende inter-MFI activiteiten, zowel binnen het eurogebied als ten opzichte van de rest van de wereld. Deze informatie is nuttig voor een beoordeling van de integratie van financiële stelsels en het belang van de interbancaire markt. De geconsolideerde balans van de MFI-sector wordt verkregen door de inter-MFI posities in het eurogebied op de geaggregeerde balans te salderen. De geconsolideerde balans vormt de basis voor een regelmatige analyse van de ontwikkelingen met betrekking tot de geldhoeveelheid en de kredietverlening in het eurogebied, waaronder de monetaire aggregaten (zie Kader 2.3).

Grafiek 2.7 toont de samenstelling van de geconsolideerde balans van de MFI's in het eurogebied, waaronder het Eurosysteem, per ultimo 2000. Van de totale passiva bestond 43% uit deposito's; andere belangrijke posten zijn de externe passiva en schuldbewijzen, die respectievelijk 17% en 13% van de totale MFI-passiva uitmaakten. Bij de totale activa werd de grootste post gevormd door leningen (68% per ultimo 2000). Kredietverlening in de vorm van schuldbewijzen, aandelen en deelnemingen maakte 15% uit van de totale MFI-activa.

Per ultimo 2000 kwamen de bancaire deposito's in het eurogebied uit op 79% bbp (zie Tabel 2.12). Dit was meer dan in de Verenigde Staten (38% bbp) maar minder dan in Japan (111% bbp). Terzelfdertijd maakten de bancaire leningen in het eurogebied 108% bbp uit, terwijl voor de Verenigde Staten en Japan deze totalen op respectievelijk 51% en 104% lagen. Daarnaast kwamen in zowel het eurogebied als de Verenigde

Geaggregeerde en geconsolideerde MFI-balans

Deposito's en leningen belangrijkste posten op MFI-balans

Bancaire deposito's en leningen in het eurogebied, de Verenigde Staten en Japan

Aantal Monetaire Financiële Instellingen in het eurogebied

(ultimocijfers)

	1998	1999	2000
Kredietinstellingen	8.320	7.898	7.476
Geldmarktfondsen	1.516	1.526	1.600
Centrale banken en andere instellingen	20	20	20
Alle MFI's	9.856	9.444	9.096

Bron: ECB.

Tabel 2.10

Monetaire aggregaten

Het uitgangspunt voor de definitie van de monetaire aggregaten van het eurogebied wordt gevormd door de geconsolideerde balans van de MFI-sector. Over het algemeen hangt de juiste definitie van een monetair aggregaat grotendeels af van het gebruik dat daarvan gemaakt wordt. Aangezien veel verschillende financiële activa substituten voor elkaar vormen, en de aard en de kenmerken van financiële activa, transacties en betalingsmethodes in de tijd variëren, is het niet altijd duidelijk hoe geld zou moeten worden gedefinieerd en welke financiële activa in een bepaalde definitie van geld begrepen zouden moeten worden. Daarom definiëren en volgen centrale banken meestal een aantal monetaire aggregaten.

De door de ECB gehanteerde definities van de monetaire aggregaten van het eurogebied zijn gebaseerd op geharmoniseerde definities van niet alleen de geldscheppende en geldaanhoudende sectoren, maar ook van de categorieën MFI-passiva. De geldscheppende sector omvat de in het eurogebied gevestigde MFI's. De geldaanhoudende sector omvat alle in het eurogebied gevestigde niet-MFI's, met uitzondering van de centrale-overheidssector. Ook al wordt de centrale-overheidssector niet

beschouwd als een onderdeel van de geldscheppende sector worden de passiva van de centrale overheid die monetair van aard zijn in de definitie van de monetaire aggregaten als een speciale post opgenomen omdat zij een zeer hoge mate van liquiditeit vertonen.

Op basis van conceptuele overwegingen en empirisch onderzoek, en in overeenstemming met internationale methodes dienaangaande, heeft het Eurosysteem een eng (M1), een "intermediair" (M2) en een ruim (M3) monetair aggregaat gedefinieerd. Deze aggregaten verschillen al naar gelang de liquiditeit van de activa die zij omvatten. De definities van de monetaire aggregaten van het eurogebied zijn in Tabel 2.11 uiteengezet.

M1 omvat chartaal geld, dat wil zeggen bankbiljetten en munten, alsook balansen die op ieder moment in chartaal geld kunnen worden omgezet of voor girale betalingen gebruikt kunnen worden, zoals girale deposito's.

M2 omvat M1 alsmede deposito's met een vaste looptijd tot en met twee jaar of met een opzegtermijn tot en met drie maanden. Deze deposito's

Tabel 2.11

Definities van de monetaire aggregaten in het eurogebied

Passiva ¹⁾	M1	M2	M3
Chartaal geld	X	X	X
Girale deposito's	X	X	X
Deposito's met vaste looptijd tot en met twee jaar		X	X
Deposito's met opzegtermijn tot en met drie maanden		X	X
Repo's			X
Aandelen/participaties in geldmarktfondsen en geldmarktpapier			X
Schuldbewijzen met looptijd tot en met twee jaar			X

1) Passiva van de geldscheppende sector en door de geldscheppende sector aangehouden passiva van de centrale overheid die monetair van aard zijn.

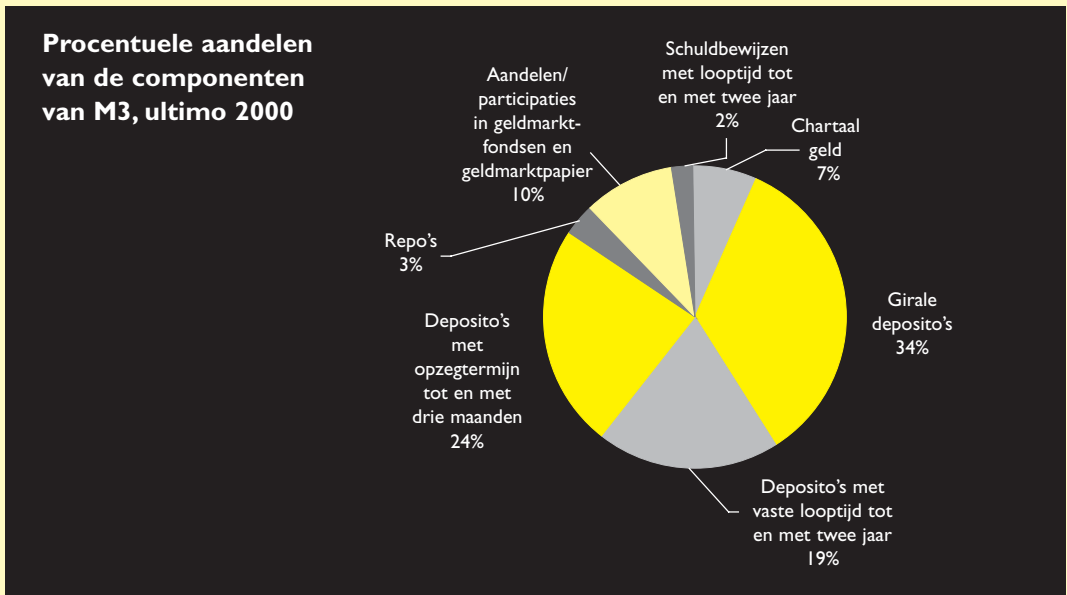
kunnen omgezet worden in componenten van het enge geldbegrip, maar zijn mogelijk aan beperkingen onderhevig zoals een opzegtermijn, boetes en kosten.

M3 omvat M2 en verhandelbare, door in het eurogebied gevestigde MFI's uitgegeven, instrumenten. Deze verhandelbare instrumenten zijn repo's, aandelen/participaties in geldmarktfondsen en geldmarktpapier en schuldbewijzen met een looptijd tot en met twee jaar. Door hun hoge mate van liquiditeit en prijszekerheid vormen deze instrumenten nauwe substituten voor deposito's. Doordat ook deze instrumenten in het ruime monetaire aggregaat begrepen zijn wordt dit aggregaat minder beïnvloed door substitutie tussen de diverse soorten liquide activa dan de engere geldbegrippen en is het daarom stabiel (zie ook Hoofdstuk 3).

De door ingezetenen van het eurogebied aangehouden, in vreemde valuta luidende, liquide activa kunnen nauwe substituten vormen voor in euro's luidende activa. Daarom omvatten de monetaire aggregaten dergelijke activa wanneer zij aangehouden worden bij in het eurogebied gevestigde MFI's.

Grafiek 2.6 toont de relatieve aandelen van de componenten van M3 in december 2000. De girale deposito's namen het grootste aandeel voor hun rekening, namelijk 34% van M3. Deposito's met een opzegtermijn tot en met drie maanden maakten 24% uit van M3, en deposito's met een vaste looptijd tot en met twee jaar 19%. Aandelen/participaties in geldmarktfondsen en geldmarktpapier namen 10% van M3 voor hun rekening, en chartaal geld 7%. Tenslotte maakten repo's en schuldbewijzen met een oorspronkelijke looptijd tot en met twee jaar respectievelijk 3% en 2% van M3 uit.

Grafiek 2.6

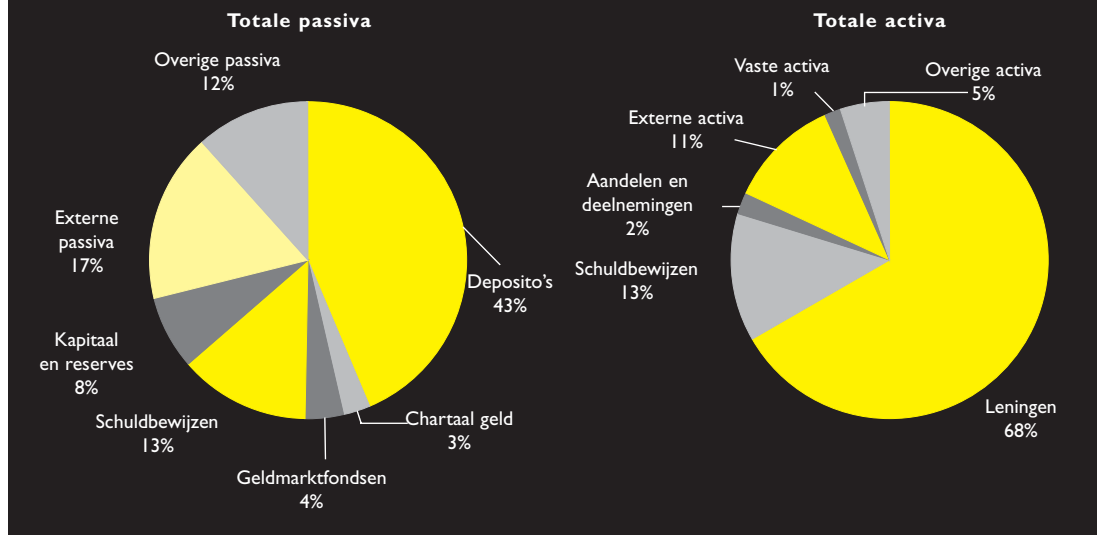


Bron: ECB.

Grafiek 2.7

Samenstelling van de geconsolideerde balans van de MFI's in het eurogebied (m.i.v. het Eurosysteem) ultimo 2000

(aandeel in het balanstotaal, %)



Bron: ECB.

Tabel 2.12

Bancaire deposito's en leningen in het eurogebied, de Verenigde Staten en Japan ultimo 2000

(% bbp)

	Bancaire deposito's	Bancaire leningen	Bancaire leningen aan niet-financiële ondernemingen
Eurogebied	79,1	107,7	41,8
Verenigde Staten	37,6	50,8	38,2
Japan	110,7	103,8	72,8

Bronnen: ECB, Fed en Bank van Japan.

Staten de bancaire leningen aan niet-financiële ondernemingen uit op rond 40% bbp per ultimo 2000. In Japan beliepen de bancaire leningen aan niet-financiële ondernemingen eind 2000 echter 73% bbp.

Overige financiële intermediairs

Niet alleen MFI's, maar ook andere financiële intermediairs zoals verzekeringsinstellingen en pensioenfondsen, financiële hulpbedrijven³, beleggingsfondsen, effecten- en

Nog altijd geringe rol voor niet-MFI's

³ Financiële hulpbedrijven omvatten alle financiële ondernemingen en quasi-ondernemingen die zich vooral toeleggen op ondersteunende financiële activiteiten, dat wil zeggen activiteiten die nauw verwant zijn aan financiële intermediair, maar geen financiële intermediair betreffen, bijvoorbeeld tussenpersonen die zich bezighouden met verzekeringen, kredietverlening en de effectenhandel.

derivatenhandelaren, en financiële ondernemingen die krediet verlenen voorzien de overheid en de particuliere sector van indirecte financiering. Eén van de voornaamste verschillen ten opzichte van kredietinstellingen is het ontbreken van deposito's aan de passiefzijde van de balansen van deze instellingen. De beschikbare ramingen wijzen uit dat deze overige financiële intermediairs in de jaren 90 in toenemende mate activiteiten zijn gaan ontplooien maar in vergelijking met de MFI's nog altijd niet meer dan een geringe rol spelen. Ultimo 1999 kwamen de activa van de verzekeringsinstellingen, de beleggingsfondsen en de pensioenfondsen in het eurogebied uit op 41% bbp, terwijl die van de MFI's 253% bbp bedroegen. Niettemin is het totale bedrag van de activa van deze overige financiële intermediairs in het eurogebied aanzienlijk toegenomen.

3 De monetaire-beleidsstrategie van de ECB

In dit hoofdstuk wordt de monetaire-beleidsstrategie van de ECB uiteengezet, dat wil zeggen de wijze waarop de ECB haar hoofddoelstelling, het handhaven van prijsstabiliteit, nastreeft. In de inleidende paragraaf wordt deze doelstelling besproken. In de tweede paragraaf wordt een overzicht gegeven van een aantal kenmerken van het monetaire-beleidsmechanisme en de consequenties daarvan voor de monetaire-beleidsvoering. In de derde paragraaf wordt de strategie in detail besproken, terwijl in de laatste paragraaf ingegaan wordt op de wijze waarop de strategie van de ECB wordt uitgedragen.

3.1 Prijsstabiliteit – de hoofddoelstelling van het gemeenschappelijke monetaire beleid

De voordelen van prijsstabiliteit

De hoofddoelstelling van de ECB en van het gemeenschappelijke monetaire beleid waarvoor zij verantwoordelijk is, wordt in het Verdrag gedefinieerd als het handhaven van prijsstabiliteit (zie Hoofdstuk 1). In het Verdrag wordt deze doelstelling met recht aan de ECB opgedragen. De ervaring en uitgebreid economisch onderzoek leren immers dat het duurzaam handhaven van prijsstabiliteit de belangrijkste bijdrage is die het monetaire beleid kan leveren tot verbetering van de economische vooruitzichten en de levensstandaard van de bevolking. Er zijn verschillende manieren waarop prijsstabiliteit – dat wil zeggen het vermijden van zowel langdurige inflatie als langdurige deflatie – kan bijdragen tot het bereiken van een hoog niveau van economische bedrijvigheid en werkgelegenheid.

Ten eerste kunnen veranderingen in de relatieve prijzen in een omgeving van prijsstabiliteit beter worden waargenomen omdat zij niet door schommelingen in het algemene prijspeil worden verhuld. Daardoor kunnen consumenten en bedrijven beter gefundeerde consumptie- en investeringsbeslissingen nemen en worden de marktmiddelen doelmatiger verdeeld. Aangezien dankzij prijsstabiliteit de middelen op de meest productieve wijze kunnen worden aangewend, wordt het productiepotentieel van de economie vergroot.

Daarnaast zullen investeerders die gerust zijn op de handhaving van prijsstabiliteit in de toekomst geen “inflatierisicopremie” eisen ter compensatie van de risico’s waarmee het aanhouden van activa op de langere termijn wordt geassocieerd. Door voor lagere risicopremies in de reële rente te zorgen draagt het monetaire beleid bij tot de doelmatigheid van de kapitaalmarkt bij de allocatie van middelen en wordt investeren aangemoedigd, waardoor de economische groei weer een impuls krijgt.

Op de derde plaats zullen particulieren en bedrijven, wanneer de prijsstabiliteit op geloofwaardige wijze wordt gehandhaafd, minder geneigd zijn middelen te onttrekken aan productieve doeleinden om zich tegen inflatie in te dekken. Hoge inflatie spoort bijvoorbeeld aan tot het hamsteren van goederen omdat deze hun waarde in een dergelijke situatie beter behouden dan geld of andere financiële activa. Aangezien hamsteren een inefficiënte manier van investeren is belemmert het de economische groei.

Prijsstabiliteit draagt bij tot hogere levensstandaard door ...

... de doorzichtigheid van de relatieve prijzen te bevorderen, ...

... de inflatierisicopremies in de rente te verlagen, ...

... hedgingactiviteiten overbodig te maken, ...

... verstoringen door belastingstelsels te reduceren ...

... en willekeurige herverdelingen van de welvaart te voorkomen.

ECB heeft prijsstabiliteit gekwantificeerd

Prijsstabiliteit moet op de middellange termijn worden gehandhaafd

Daarenboven kunnen belastingen en sociale voorzieningen verkeerde impulsen afgeven, waardoor het economische gedrag verstoord wordt. Meestal worden dergelijke verstoringen verergerd door inflatie of deflatie. De reële kosten die veroorzaakt worden door de versturende invloed van belasting- en sociale-zekerheidsstelsels worden door prijsstabiliteit tenietgedaan, terwijl deze kosten door inflatie verergerd worden.

Op de vijfde plaats voorkomt prijsstabiliteit de aanzienlijke en willekeurige herverdeling van welvaart en inkomen die zich in zowel een inflatoire als een deflatoire omgeving voordoet. Zo draagt prijsstabiliteit ook bij tot sociale cohesie en stabiliteit. In de twintigste eeuw is diverse keren gebleken dat een hoog inflatie- of deflatiepeil veelal tot sociale en politieke onrust leidt.

Al deze argumenten geven aan dat een centrale bank die prijsstabiliteit handhaaft een belangrijke bijdrage levert tot het bereiken van meer algemene economische doelstellingen, zoals een hogere levensstandaard, een hoog niveau van economische bedrijvigheid en betere werkgelegenheidsvooruitzichten. Deze conclusie wordt geschraagd door economisch onderzoek dat – voor een groot aantal landen, methodologieën en periodes – uitwijst dat economieën met een lagere inflatie op de lange termijn in reële termen gemiddeld sneller groeien.

De door de ECB gehanteerde definitie van prijsstabiliteit

Hoewel het Verdrag duidelijk stelt dat de hoofddoelstelling van de ECB het handhaven van prijsstabiliteit is, wordt niet precies aangegeven wat daarmee bedoeld wordt. Ter nadere precisering van deze doelstelling heeft de Raad van Bestuur van de ECB in 1998 de volgende kwantitatieve definitie opgesteld: “Prijsstabiliteit zal worden gedefinieerd als een jaarlijkse stijging van het Geharmoniseerde Indexcijfer van de Consumptieprijzen (HICP) voor het eurogebied met minder dan 2%”.¹

De Raad van Bestuur kondigde tegelijkertijd aan dat de prijsstabiliteit “op de middellange termijn moet worden gehandhaafd”. Hierin komt de consensus tot uiting dat het monetaire beleid de prijs- en inflatieontwikkelingen op de korte termijn van een paar weken of maanden niet nauwkeuriger kan beïnvloeden. Prijzen worden pas na enige tijd door een monetaire-beleidswijziging beïnvloed, terwijl de uiteindelijke mate van beïnvloeding niet met zekerheid kan worden vastgesteld (zie paragraaf 3.2). Dit betekent dat het monetaire beleid niet alle onvoorziene verstoringen van het prijsniveau teniet kan doen. Op de korte termijn is enige volatiliteit van het inflatiepeil dus onvermijdelijk.

De Raad van Bestuur heeft om een aantal redenen een kwantitatieve definitie van prijsstabiliteit gegeven. Door duidelijk te maken hoe de Raad van Bestuur de door het Verdrag opgedragen doelstelling interpreteert draagt de definitie om te beginnen bij tot nader begrip van het monetaire-beleidskader (omdat het monetaire beleid hierdoor doorzichtiger wordt). Ten tweede verschaft de definitie van prijsstabiliteit een maatstaf waarmee het publiek de ECB ter verantwoording kan roepen. Zo kan

¹ Zie het persbericht van de ECB van 13 oktober 1998 betreffende een op stabiliteit gericht monetair beleid voor het ESCB.

Deze definitie draagt bij tot de doorzichtigheid en de verantwoordingsplicht en stabiliseert de inflatieverwachtingen

De definitie voorziet in:

“Stijging ... met minder dan 2%”

“HICP”

Rekening houden met een mogelijke meet-onzuiverheid.

vastgesteld worden wanneer prijsontwikkelingen niet met prijsstabiliteit overeenstemmen, en is de ECB verplicht een aanhoudende afwijking te verklaren en uit te leggen hoe prijsstabiliteit binnen een acceptabel tijdsbestek kan worden hersteld. Tenslotte is de definitie bedoeld als leidraad voor de verwachtingen ten aanzien van toekomstige prijsontwikkelingen. Omdat de ECB vóór alles verplicht is prijsstabiliteit te handhaven zouden het publiek en de financiële markten mogen verwachten dat de inflatie op de middellange termijn binnen de bandbreedte zal liggen die met prijsstabiliteit overeenkomt. Het op deze wijze stabiliseren van de langetermijninflatieverwachtingen moet bedrijven, vakbonden en individuele partijen die bij het loon- en prijsvormingsproces betrokken zijn ervan weerhouden hun beslissingen op hogere inflatiepercentages te baseren, aangezien dit laatste op zijn beurt het handhaven van prijsstabiliteit weer bemoeilijkt. Door de prijsstabiliteit te definiëren wordt de geloofwaardigheid vergroot en de slagvaardigheid van het gemeenschappelijke monetaire beleid bevorderd.

Met betrekking tot de definitie van prijsstabiliteit kan het volgende worden opgemerkt:

Ten eerste stemt noch langdurige inflatie noch langdurige deflatie overeen met deze definitie. De term “minder dan 2%” stelt een duidelijke bovengrens aan het niveau van de gemeten HICP-inflatie dat met prijsstabiliteit overeenkomt. Het woord “stijging” geeft tevens aan dat deflatie, dat wil zeggen een daling van het HICP-peil, in strijd is met prijsstabiliteit.

Ten tweede noemt de definitie een specifieke prijsindex – namelijk de HICP voor het eurogebied – als maatstaf voor het bereiken en handhaven van prijsstabiliteit. Deze geharmoniseerde index wordt in alle landen van het eurogebied gebruikt. Het gebruik ervan sluit aan bij de gebruikelijke belangstelling van het publiek voor de consumptieprijzen. De HICP dekt een brede reeks consumptieve bestedingen (zie Kader 3.1).

Ten derde wordt in de definitie impliciet erkend dat meting van het prijspeil met behulp van de HICP mogelijk aan onvolkomenheden onderhevig is. Diverse economische onderzoeken hebben onzuiverheden aangetoond in de meting met behulp van consumptieprijsindices (CPI's). Deze vloeien hoofdzakelijk voort uit veranderende bestedingspatronen en verbeteringen van de kwaliteit van de goederen en diensten die in een bepaalde index zijn opgenomen. Dergelijke onzuiverheden in de meting kunnen bij de samenstelling van consumptieprijsindices niet altijd volledig worden gecorrigeerd. Het ware inflatiepeil wordt daardoor in de CPI's vaak enigszins overschat. De HICP voor het eurogebied is een betrekkelijk nieuw concept, waardoor lange reeksen historische gegevens ontbreken. Tot op heden is men er niet in geslaagd de omvang van een mogelijke onzuiverheid in de HICP met zekerheid vast te stellen. Eurostat, het bureau voor de statistiek van de Europese Commissie dat deze statistieken op het niveau van de EU samenstelt, heeft gepoogd de HICP van onzuiverheden te ontdoen door de juiste statistische standaarden op te stellen voor de nationale bureaus voor de statistiek (bijvoorbeeld voor de regelmatige herziening van de bestedingsgewichten in de index en voor het meetellen van nog niet eerder opgenomen goederen). Het mogelijke bestaan van een kleine positieve vertekening

HICP - constructie en kenmerken

De Raad van Bestuur van de ECB heeft prijsstabiliteit gedefinieerd in termen van de Geharmoniseerde Consumptieprijsindex (HICP) voor het eurogebied. De voorbereidingen voor de harmonisatie van de nationale consumptieprijsindices zijn verricht door de Europese Commissie (Eurostat), in nauwe samenwerking met de nationale bureaus voor de statistiek. Als belangrijke gebruikers zijn het Europees Monetair Instituut (EMI) en vervolgens de ECB hierbij intensief betrokken geweest.

De door Eurostat gepubliceerde gegevens met betrekking tot de HICP zijn beschikbaar vanaf januari 1995. Geraamde historische gegevens, die niet geheel vergelijkbaar zijn met de HICP-gegevens vanaf 1995, zijn voor de totale HICP en de vijf hoofdcomponenten vanaf 1990 beschikbaar. Vier van deze componenten betreffen goederenprijzen. In 2001 namen deze prijzen tezamen 61,9% van de HICP voor hun rekening, en de dienstencomponent 38,1% (zie Tabel 3.1). Deze uitsplitsing is vooral ingegeven door de behoefte verschillende economische factoren te benoemen. Ontwikkelingen in

de energiecomponent hangen bijvoorbeeld nauw samen met de schommelingen van de olieprijs. De prijzen voor voedingsmiddelen worden uitgesplitst naar bewerkte en onbewerkte voedingsmiddelen omdat de prijzen voor de laatste categorie bijvoorbeeld worden beïnvloed door weersomstandigheden en seizoengebonden factoren die minder doorwerken in de prijzen van bewerkte voedingsmiddelen.

De in de verschillende landen genomen harmonisatiemaatregelen om tot de HICP te komen waren gebaseerd op diverse EG-Verordeningen en -Richtlijnen die met de lidstaten overeengekomen waren. Zij betreffen onder meer de dekking van consumptieve bestedingen, de voorlopige standaarden voor de procedures ter aanpassing van de kwaliteit en gemeenschappelijke regels voor de behandeling van nieuwe goederen en diensten. "Voorlopig" refereert aan het feit dat op diverse gebieden verdere harmonisatie voorzien wordt. Daarnaast is voor subindices een gedetailleerde geharmoniseerde indeling overeengekomen waarmee de prijsontwikkelingen in subcomponenten van de consumptieve bestedingen overal in het eurogebied op consistente wijze kunnen worden vergeleken. Er zijn regels opgesteld voor de frequentie waarmee de gewichten voor de grondstoffen in de HICP's moeten worden herzien. In januari 2000 en januari 2001 zijn belangrijke stappen gezet in de richting van verdere harmonisatie, waardoor de vergelijkbaarheid van de HICP-berekeningsmethoden tussen landen verbeterd werd en de dekking van de consumptieve bestedingen verder werd uitgebreid. De behandeling van de woonlasten van eigenaar-bewoners, de enige significante post die nog niet in de index is begrepen, is in 2001 in de Eurostat-werkgroep voor de statistiek besproken.

Tabel 3.1
De in 2001 toegepaste gewichten van de hoofdcomponenten van de HICP

Totale index	100,0
Goederenprijzen	61,9
Onbewerkte voedingsmiddelen	8,2
Bewerkte voedingsmiddelen	12,3
Industriële goederen m.u.v. energie	32,1
Energie	9,5
Diensten	38,1

Bron: Eurostat.

van de HICP-inflatie en de onzekerheid omtrent de omvang daarvan verklaren waarom de ECB geen specifieke ondergrens heeft gesteld aan de definitie. Door een bovengrens van 2% te stellen heeft de ECB een marge gecreëerd waarbinnen alle aannemelijke ramingen van vertekening in de HICP vallen.

Ten vierde wordt, doordat de onzuiverheid in de HICP impliciet de ondergrens vormt van de bandbreedte die overeenkomt met prijsstabiliteit, verzekerd dat alleen positieve waarden voor de “ware” inflatie onder de door de ECB gebruikte definitie vallen. Hiermee is een “veiligheidsmarge” gecreëerd die voorkomt dat de “ware” inflatie negatieve waarden gaat vertonen. Deflatie moet hoe dan ook voorkomen worden; als dit verschijnsel zich eenmaal voordoet kan het zich diep wortelen omdat het een bedreiging vormt voor de financiële stabiliteit.

Op de vijfde plaats wordt prijsstabiliteit beoordeeld met behulp van de HICP voor het eurogebied, waarmee aangegeven wordt dat besluiten genomen in het kader van het gemeenschappelijke monetaire beleid de prijsstabiliteit in het gehele eurogebied betreffen.

De door de ECB gebezigde definitie van prijsstabiliteit stemt overeen met de definities die door de meeste nationale centrale banken in het eurogebied voorafgaand aan de overgang op de Monetaire Unie werden gebruikt. Daarbij heeft de EU-Raad (Ecofin) toen zij in juli 1995 de globale richtsnoeren voor het economisch beleid vaststelde, tevens aangegeven dat 2% het maximale inflatiepercentage zou zijn dat met prijsstabiliteit overeenkwam. Benadrukt moet worden dat de definitie van de ECB bedoeld is als een duurzame kwantificering van de hoofddoelstelling van het gemeenschappelijke monetaire beleid.

3.2 Het transmissiemechanisme van het monetaire beleid

Aangezien de Raad van Bestuur verantwoordelijk is voor het nemen van monetaire-beleidsbesluiten ter handhaving van prijsstabiliteit, is het van groot belang dat de ECB inzicht heeft in de wijze waarop het monetaire beleid de prijsontwikkelingen beïnvloedt, gegeven de toestand van de economie. Het proces waarbij monetaire-beleidsbesluiten doorwerken in de economie in het algemeen en het prijsniveau in het bijzonder wordt het transmissiemechanisme van het monetaire beleid genoemd. Zowel theoretisch als empirisch is vastgesteld dat het enige tijd duurt voordat monetaire-beleidsbesluiten in de economie doorwerken en dat het effect moeilijk precies in te schatten is. Met andere woorden, de invloed van het monetaire beleid op de prijzen is onderhevig aan langdurige, variabele en onduidelijke vertragingen.

De rol en beperkingen van het monetaire beleid

Op de lange termijn bepaalt het monetaire beleid de nominale waarde van goederen en diensten, dat wil zeggen het algemene prijspeil. De schommelingen in het prijsniveau geven aan in hoeverre de koopkracht van het geld in de tijd is veranderd. Er is een verband tussen deze constatering en de in de economie algemeen geaccepteerde bewering dat inflatie op de keper beschouwd een monetair verschijnsel is. Met andere woorden, langdurige periodes van aanzienlijke geldgroei gaan altijd gepaard met hoge inflatie. Deze correlatie wordt bevestigd in een zeer groot aantal economische onderzoeken, die allerlei periodes, landen en gegevens bestrijken. In dit opzicht is de “neutraliteit” van geld een algemeen principe dat aan het gangbare economische denken ten grondslag ligt. Daar wordt gesteld dat veranderingen in de geldhoeveelheid op de lange termijn slechts nominale en geen reële variabelen kunnen beïnvloeden, met

Veiligheidsmarge voor deflatie

Focus op het eurogebied als geheel

Duurzame kwantificering van de hoofddoelstelling

Definitie van het transmissiemechanisme

Inflatie is uiteindelijk een monetair fenomeen

andere woorden dat veranderingen in de geldhoeveelheid op de lange termijn geen invloed hebben op de reële productie, de werkloosheid of de reële rente. Op de lange termijn wordt het reële inkomen in wezen bepaald door factoren aan de aanbodzijde van de economie (zoals de technologie, de bevolkingsgroei, de marktflexibiliteit en de doelmatigheid van de institutionele structuur van de economie). Het monetaire beleid kan derhalve slechts bijdragen tot de groei op de lange termijn door prijsstabiliteit te handhaven (zie paragraaf 3.1). Op de korte termijn kunnen reële variabelen echter wel door monetaire-beleidsbesluiten worden beïnvloed.

Deze hoofdkenmerken van de monetaire-beleidstransmissie vertegenwoordigen de randvoorwaarden waarbinnen iedere centrale bank, ook de ECB, moet opereren bij het streven naar prijsstabiliteit. De effecten van het monetaire beleid op het reële inkomen en de prijzen komen tot uiting in de wijze waarop in het Verdrag de doelstellingen en de verantwoordelijkheden aan verschillende beleidsbepalende autoriteiten zijn gedelegeerd. Aangezien het monetaire beleid de prijzen op de middellange termijn beïnvloedt, is prijsstabiliteit een haalbare doelstelling voor het gemeenschappelijke monetaire beleid. Het zou daarentegen onverstandig zijn geweest om het monetaire beleid te richten op het reële inkomen of de werkgelegenheid, aangezien dit beleid nauwelijks bij machte is een duurzame invloed uit te oefenen op reële variabelen. Slechts door prijsstabiliteit na te streven kan het monetaire beleid de economische groei op de lange duur positief beïnvloeden. Het is aan het begrotings- en het structurele beleid – maar ook aan de bij het loononderhandelingsproces betrokken partijen – om het groeipotentieel van de economie te bevorderen.

De kanalen van de monetaire-beleidstransmissie

Hierboven werd de invloed van het monetaire beleid op een aantal belangrijke macro-economische variabelen globaal uiteengezet. Het is echter ook van belang om te begrijpen hoe deze invloed tot stand komt, aangezien de transmissie zich via meerdere kanalen kan voltrekken. Deze worden in Grafiek 3.1 in vereenvoudigde vorm schematisch uiteengezet.

Het (vertraagde) causale verband tussen monetaire-beleidsbesluiten en het prijsniveau begint bij een wijziging van de ECB-rentetarieven, met name de rente op de basis-herfinancieringstransacties en op de permanente faciliteiten (zie Hoofdstuk 4 voor een gedetailleerde beschrijving van de monetaire-beleidsstransacties van het Eurosysteem).

Banken lenen geld van de centrale bank (het zogeheten basisgeld) om aan de vraag naar chartaal geld tegemoet te kunnen komen, om interbancaire betalingen te kunnen verrichten en om aan hun reserveverplichtingen bij de centrale bank te kunnen voldoen. Aangezien de centrale bank het monopolie heeft op het scheppen van basisgeld, is zij bij machte om een dominante invloed uit te oefenen op de geldmarktverhoudingen en zo de geldmarktrente te sturen. Veranderingen in de geldmarktrente beïnvloeden op hun beurt andere marktrentetarieven, zij het in uiteenlopende mate.

De aankondiging en tenuitvoerlegging van monetaire-beleidsbesluiten kunnen doorwerken in verwachtingen ten aanzien van de toekomstige koers van het monetaire

Verdrag draagt taken op aan diverse instellingen

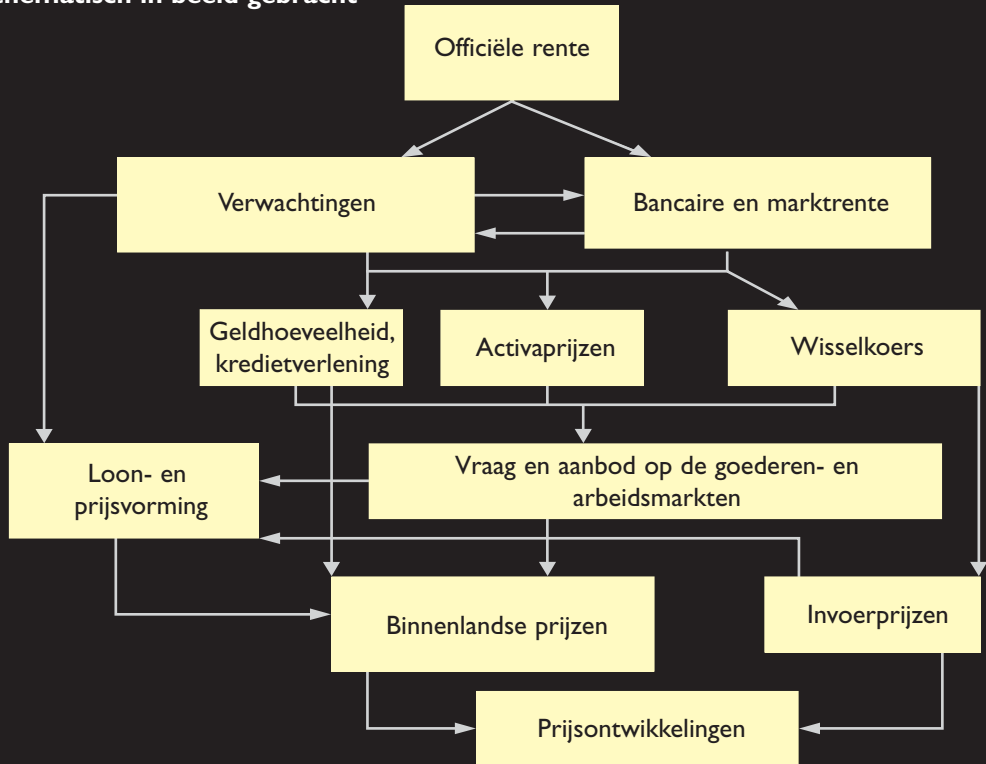
Het transmissieproces ...

... begint met een rentewijziging ...

... die de geldmarktverhoudingen beïnvloedt ...

... alsook de verwachtingen

Het transmissiemechanisme van de rente tot de prijzen schematisch in beeld gebracht



beleid – hetgeen weer invloed heeft op langere rentetarieven, de inflatieverwachtingen en de loon- en prijsvorming, alsook activaprijzen en de wisselkoers.

Zoals eerder vermeld staat het productieniveau op de langere termijn los van de geldhoeveelheid. Een buitensporige geldgroei leidt daarom op termijn stevast tot inflatie. Kortom, als “teveel geld te weinig goederen najaagt”, gaat het algemene prijspeil uiteindelijk omhoog omdat particulieren het overtollige geld ooit willen gaan uitgeven. Ofschoon dit natuurlijk een zeer gestileerde en vereenvoudigde weergave is van de werkelijkheid, komt hierin de essentie tot uiting van een monetair-transmissieproces, waarbij de inspanningen van economische subjecten om hun overtollige geld te besteden tot een grotere vraag naar goederen leiden en daarmee de prijzen opdrijven, omdat de markten worden geruimd. Een forse geldgroei kan ook een directe invloed uitoefenen op de inflatieverwachtingen en dus op de prijsontwikkelingen. Op dezelfde manier kan een geringe toename van de geldhoeveelheid tot deflatieverwachtingen en deflatoire prijsontwikkelingen leiden. Daarnaast kan de geldgroei een weergave zijn van de druk die binnen de economie uitgaat van de huidige vraag, waardoor geld een goede algehele indicator van de economische ontwikkelingen vormt. De ontwikkeling van de monetaire aggregaten bevat derhalve waardevolle informatie voor het monetaire beleid en kan als goede voorlopende indi-

De rol van de geldhoeveelheid

cator dienen voor toekomstige prijsontwikkelingen. Vanwege al deze eigenschappen wordt in de monetaire-beleidsvoering een voorname rol toebedeeld aan geld, zelfs al is de precieze structuur van het transmissiemechanisme met enige onzekerheid omgeven.

Ook de ontwikkeling van de kredietverlening kan een belangrijke rol spelen in het transmissieproces, aangezien de beschikbaarheid en de kosten van krediet de investeringsbeslissingen van bedrijven en de bestedingsbeslissingen van consumenten, en daarmee de algehele vraagverhoudingen, grotendeels bepalen. Bedrijven die er niet in slagen extern te lenen moeten hun toevlucht nemen tot eigen middelen, die veelal ontoereikend zijn om grote projecten te financieren. Veranderingen in de beschikbaarheid van krediet die voortvloeien uit monetaire-beleidswijzigingen kunnen dus als een belangrijk transmissiekanaal fungeren.

Wijzigingen en/of verwachtingen ten aanzien van toekomstige wijzigingen van het monetaire beleid hebben ook invloed op de prijzen van en het rendement op financiële activa. Deze werken op hun beurt door in de spaar-, bestedings- en investeringsbeslissingen van huishoudens en bedrijven, en uiteindelijk ook in de vraag naar goederen en diensten in de economie van het eurogebied. *Ceteris paribus* worden huishoudens door een verlaging van de rente bijvoorbeeld aangemoedigd hun huidige inkomen te besteden in plaats van te sparen, omdat het verwachte rendement op spaargeld is afgenomen. Dit geldt met name voor de langere rente, omdat langere looptijden overeenkomen met de tijdshorizon van veel investeringsbeslissingen van bedrijven en spaarbeslissingen van huishoudens, zoals sparen voor het pensioen.

Als gevolg van deze veranderingen in het bestedings- en spaargedrag, zal de verhouding tussen de binnenlandse vraag naar goederen en diensten en het binnenlandse aanbod een wijziging ondergaan. Wanneer de vraag het aanbod overstijgt zullen onder overigens gelijkblijvende omstandigheden de prijzen onder opwaartse druk komen te staan.

Uiteraard hebben ook de kosten van de voor de productie benodigde *input* invloed op de prijsontwikkelingen. Veranderingen in de lonen en de productiviteit spelen hierbij een belangrijke rol. Het monetaire beleid werkt derhalve ook door in het prijsniveau via de invloed die het op de loonvorming en de prijszetting van halffabrikaten uitoefent. In dit opzicht heeft het monetaire beleid een belangrijke invloed op de inflatieverwachtingen: als het monetaire beleid de hoofddoelstelling, dat wil zeggen prijsstabiliteit, op geloofwaardige wijze nastreeft, zullen de inflatieverwachtingen niet boven het lage niveau dat als prijsstabiliteit wordt aangemerkt uitkomen en zullen de loon- en prijsvorming navenant zijn. Gaat de geloofwaardigheid teloor, dan zijn de inflatieverwachtingen niet langer verankerd. Zo kan het monetaire beleid, via het effect op de inflatieverwachtingen, een aanzienlijke invloed uitoefenen op de lopende prijzen. Monetaire transmissie kan ook via een minder direct kanaal verlopen: veranderingen in de effectieve vraag kunnen vertaald worden in krappere of ruimere verhoudingen op de arbeids- en halffabrikatenmarkten, die weer kunnen doorwerken in de prijsvorming op die markten.

Rentewijzigingen teweeggebracht door monetaire-beleidsbesluiten kunnen ook in de

De rol van de kredietverlening

Veranderingen in activaprijzen en rendementen ...

... beïnvloeden de consumptie en het bestedingsgedrag, ...

... de loon- en prijsvorming ...

wisselkoers beïnvloeden, onder andere via hun invloed op de internationale kapitaalstromen. Normaliter wordt de inflatie hierdoor op drie manieren beïnvloed. Om te beginnen kunnen wisselkoersbewegingen direct doorwerken in de binnenlandse prijzen van geïmporteerde goederen. Gaat de wisselkoers omhoog (appreciatie), dan zakken doorgaans de prijzen van ingevoerde goederen, waardoor de inflatie direct afneemt voorzover het consumptiegoederen betreft. Ten tweede kunnen, als de geïmporteerde goederen gebruikt worden in het productieproces, lagere prijzen voor deze goederen mettertijd doorwerken in lagere prijzen voor consumptiegoederen. Ten derde kunnen wisselkoersontwikkelingen ook tot uiting komen in de concurrentiekracht van in het binnenland geproduceerde goederen op de internationale markten. Mochten door appreciatie van de wisselkoers de in het binnenland geproduceerde goederen qua prijs mondiaal minder goed kunnen concurreren, dan zal doorgaans de buitenlandse vraag afnemen en daarmee de druk van de algehele vraag op de economie. *Ceteris paribus* zou de inflatoire druk daardoor moeten afnemen. De omvang van deze wisselkoerseffecten hangt af van de mate waarin de economie openstaat voor de internationale handel. Het wisselkoerskanaal van de monetaire-beleidstransmissie is van minder groot belang voor een grote, relatief gesloten monetaire unie zoals het eurogebied dan voor een kleine open economie.

Het transmissiemechanisme van het monetaire beleid is dus een gecompliceerd samenstel van economische wisselwerkingen. Ondanks de inspanningen van economen aan universiteiten, bij onderzoeksinstellingen en bij de centrale banken, vertoont de kennis van dit mechanisme leemten. De onzekerheid waarmee de ECB te kampen heeft is mogelijk nog groter dan die bij vele andere centrale banken, omdat de ECB verantwoordelijk is voor een geheel nieuwe monetaire unie. Daarbij komt dat de verhoudingen tussen de diverse economische variabelen kan zijn veranderd als gevolg van de institutionele wijzigingen en de gedragsveranderingen na de invoering van de gemeenschappelijke munt begin 1999. Naarmate mettertijd meer informatie en onderzoeksresultaten beschikbaar komen, zal de kennis van de monetaire-beleidstransmissie in het eurogebied toenemen.

3.3 De analyse van risico's voor de prijsstabiliteit in de op stabiliteit gerichte monetaire-beleidsstrategie van de ECB

Tegen de achtergrond van de voorgaande discussie kan de uitdaging waar de ECB voor staat als volgt worden verwoord. De Raad van Bestuur van de ECB moet de verhoudingen op de geldmarkt, en daarmee het korte-renteniveau, zodanig beïnvloeden dat – door de effecten op het prijsniveau via het monetaire-beleidstransmissieproces – de prijsstabiliteit op de middellange termijn zo goed mogelijk wordt gehandhaafd.

Met haar monetaire-beleidsstrategie gaat de ECB deze uitdaging aan. De strategie bestaat uit een uitgebreid kader waarbinnen besluiten omtrent het juiste niveau van de korte rente kunnen worden genomen. De ECB heeft ervoor gekozen niet op een specifieke situatie in te spelen maar een duurzame strategie te ontwerpen waardoor monetaire-beleidsbesluiten op consistente en systematische wijze tot stand komen. Door een dergelijke consistentie worden de inflatieverwachtingen gestabiliseerd en wordt de geloofwaardigheid van de ECB bevorderd.

... alsook de wisselkoers

Transmissieproces
complex

De rol van een
monetaire-beleids-
strategie

Uitgebreid kader voor
monetaire-beleids-
besluiten

Het hoofdelement in de monetaire-beleidsstrategie van de ECB is de door haar gebezigde definitie van prijsstabiliteit (zie paragraaf 3.1). De strategie houdt verder in dat de Raad van Bestuur de beschikking heeft over alle voor de juiste monetaire-beleidsbesluiten benodigde informatie en analyses, zodat de prijsstabiliteit op een systematische en georganiseerde wijze kan worden gehandhaafd. Tenslotte voorziet de strategie in een kader waarmee monetaire-beleidsbesluiten op heldere en doorzichtige wijze aan het publiek kunnen worden uitgelegd.

De kenmerken van een succesvol monetair beleid

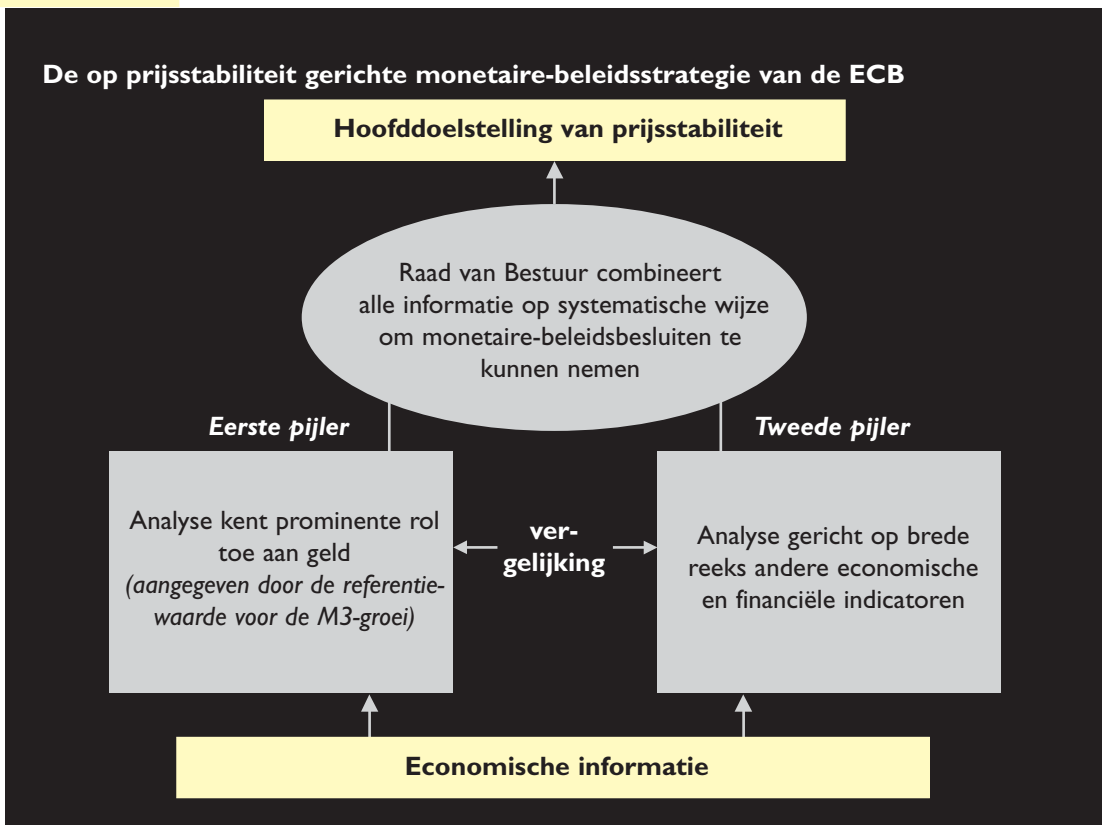
Doordat het transmissieproces aan vertragingen onderhevig is werken monetaire-beleidswijzigingen die nu worden ingevoerd pas na enige kwartalen of zelfs jaren door in de prijzen. Dit betekent dat centrale banken moeten onderzoeken welk beleidsstandpunt vandaag moet worden ingenomen om de prijsstabiliteit in de toekomst, wanneer de transmissie heeft plaatsgevonden, te kunnen handhaven. In dit opzicht moet het monetaire beleid vooruitkijken.

Bovendien is het monetaire beleid, zoals in paragraaf 3.2 werd opgemerkt, door de vertraagde transmissie niet bij machte onvoorziene schokken voor het prijsniveau (die bijvoorbeeld veroorzaakt worden door veranderingen in de internationale grondstoffenprijzen) op de korte termijn ongedaan te maken. Daarom kan enige vol-

Monetair beleid moet vooruit kijken ...

... en op de middellange termijn gericht zijn ...

Grafiek 3.2



atilititeit van de inflatie op de korte termijn niet voorkomen worden. Daarbij komt dat de effecten van het monetaire beleid door de complexiteit van het transmissieproces altijd aan een aanzienlijke mate van onzekerheid onderhevig zijn. Het monetaire beleid moet derhalve op de middellange termijn gericht zijn. Een dergelijke oriëntatie voorkomt buitensporig activisme en het optreden van onnodige volatilititeit (die zichzelf wellicht ook nog in stand houdt) in de reële economie en verzekert tegelijkertijd dat de prijsstabiliteit op de middellange termijn gehandhaafd wordt. Het op de middellange termijn gericht zijn spoort met de uitspraak van de ECB dat “de prijsstabiliteit op de middellange termijn moet worden gehandhaafd”.

Tenslotte heeft de ECB, met name in de eerste paar jaar van de Monetaire Unie, te kampen met een aanzienlijke onzekerheid, onder andere ten aanzien van de betrouwbaarheid van de economische indicatoren, de structuur van de economie van het eurogebied en het transmissiemechanisme van het gemeenschappelijke monetaire beleid. Echter, alle centrale banken hebben te maken met een grote mate van onzekerheid. Dat geldt zeker niet alleen voor de ECB. Een succesvol monetair beleid moet daarom op een brede basis berusten, waarbij met alle relevante informatie rekening wordt gehouden en niet op één enkel model van de economie wordt vertrouwd.

De twee pijlers van de monetaire-beleidsstrategie van de ECB

In oktober 1998 is de Raad van Bestuur van de ECB de hoofdelementen van de op prijsstabiliteit gerichte monetaire-beleidsstrategie overeengekomen (zie Kader 3.2 voor een bespreking van alternatieve strategieën). De strategie omvat, naast de hoofddoelstelling van prijsstabiliteit, twee “pijlers” die voor de beleidsdiscussies benodigde informatie en analyses structureren (zie Grafiek 3.2). Deze twee pijlers bieden een kader voor de op de toekomst gerichte beoordeling van de economische toestand, op basis van zoveel mogelijke economische informatie en analytische instrumenten.

De twee pijlers vormen het gereedschap waarmee de analyses die aan de op prijsstabiliteit gerichte monetaire-beleidsbesluiten ten grondslag liggen worden uitgevoerd. Zij vormen geen afzonderlijke doelstellingen op zich.

De eerste pijler van de monetaire-beleidsstrategie

Onder de eerste pijler van de strategie van de ECB wordt een prominente rol aan geld toegekend. Zoals in paragraaf 3.2 werd opgemerkt, bestaat er onder economen alom consensus over de in principe monetaire oorsprong van de inflatie op de (middel)lange termijn. Eén van de opmerkelijkste empirische wetmatigheden in de macro-economie is de stabiele verhouding op de lange termijn tussen het prijsniveau en de geldhoeveelheid, met name wanneer de laatste wordt uitgedrukt in termen van ruime monetaire aggregaten. Monetaire ontwikkelingen bevatten informatie over toekomstige prijsontwikkelingen en kunnen zo behulpzaam zijn bij de algehele beoordeling van de risico's voor de prijsstabiliteit. Ook kunnen monetaire en krediet-aggregaten een rol spelen in de transmissie van het monetaire beleid naar de prijzen. Daarom moeten centrale banken de ontwikkelingen met betrekking tot de geldhoeveelheid en de kredietverlening op de voet volgen. Door in haar strategie een

... en daarbij omgaan met een grote mate van onzekerheid

Het uit twee pijlers bestaande kader ...

... is een instrument waarmee de informatie geordend wordt

Prominente rol voor geld ...

Alternatieve monetaire-beleidsstrategieën

Door andere centrale banken worden, of zijn in het verleden, diverse alternatieve monetaire-beleidsstrategieën toegepast. Sommige daarvan zijn door het EMI en de ECB overwogen voordat de keuze viel op de op stabiliteit gerichte, uit twee pijlers bestaande, strategie.

Eén van die strategieën is het **geldhoeveelheidsbeleid**. In de praktijk houdt deze strategie in dat een centrale bank de geldgroei probeert te versnellen of te vertragen tot een bepaald, van tevoren aangekondigd, niveau door de officiële rentetarieven te wijzigen. De doelstelling wordt zo gekozen dat zij verenigbaar is met prijsstabiliteit. Een dergelijke strategie gaat uit van twee premissen. Om te beginnen moet er op de middellange termijn een stabiele verhouding bestaan tussen de geldhoeveelheid en het prijspeil (bijvoorbeeld in de vorm van een geldvraagvergelijking). Is dat het geval, dan kan er voor de geldhoeveelheid een pad worden uitgezet dat verenigbaar is met prijsstabiliteit. Ten tweede moet het monetaire beleid in staat zijn de geldhoeveelheid op de korte termijn te sturen. Tzamen houden deze voorwaarden in dat de centrale bank door middel van wijziging van de officiële rentetarieven de geldhoeveelheid met succes naar het gewenste pad kan sturen en zo – dankzij de stabiliteit van de geld/prijs verhouding – op indirecte wijze prijsstabiliteit kan handhaven.

Hoewel het ontwerp van de strategie voor de ECB beïnvloed is door de ervaringen van de centrale banken met deze benadering, heeft de ECB niet gekozen voor een geldhoeveelheidsbeleid. Hiermee werd erkend dat naast de geldhoeveelheid ook andere macro-economische variabelen informatie bevatten die van belang is voor op prijsstabiliteit gerichte monetaire-beleidsbesluiten. Bovendien bestaat er onzekerheid over de empirische eigenschappen van de geldhoeveelheid in het eurogebied omdat de overgang naar de Monetaire Unie institutionele wijzigingen en gedragsveranderingen met zich mee heeft gebracht, en – meer in het algemeen – de monetaire ontwikkelingen mogelijk tijdelijk door bijzondere factoren verstoord zijn. Het zou

hierdoor wellicht onverstandig zijn uitsluitend op monetaire analyses te vertrouwen.

Een andere mogelijkheid is de **directe-inflatiestrategie**. Hierbij worden monetaire-beleidsbesluiten niet ingegeven door overwegingen die de geldhoeveelheid betreffen, maar richt het beleid zich op de ontwikkeling van de inflatie zelf in verhouding tot een aangekondigde inflatiedoelstelling. Centrale banken die deze strategie toepassen gieten hun monetaire-beleidsbesluiten in de vorm van een min of meer mechanische reactie op een verschil tussen een zekere inflatieprognose en een specifieke inflatiedoelstelling op een bepaald tijdstip. De beleidsanalyse en –discussies, zowel binnen de centrale bank als in uitingen naar het publiek, draaien dus om de door de centrale bank opgestelde inflatieprognose.

De ECB heeft om verschillende redenen niet voor deze strategie gekozen. Ten eerste geeft een inflatieprognose geen veelomvattend en betrouwbaar kader waarmee de gevaren voor de prijsstabiliteit vastgesteld kunnen worden. Dit terwijl de juiste monetaire-beleidsreactie over het algemeen zal afhangen van de bron van deze gevaren. Op zijn minst is een diepere analyse van de onderliggende economische toestand en het economische gedrag geboden dan in een inflatieprognose besloten ligt. Ten tweede zijn een aantal aspecten van een inflatiedoelstelling enigszins arbitrair, zoals de vaste prognosehorizon (van bijvoorbeeld twee jaar) van waaruit de monetaire-beleidsbesluiten terugwerken. Ten derde is het niet eenvoudig om de in monetaire aggregaten vervatte informatie, die van belang is voor het monetaire beleid, te verwerken in inflatieprognoses die op conventionele macro-economische modellen gebaseerd zijn. Tenslotte was de ECB van mening dat het onverstandig zou zijn zich te verlaten op één enkele prognose, gezien de aanzienlijke mate van onzekerheid waarmee de economische structuur van het eurogebied omgeven is. Men gaf de voorkeur aan een gediversifieerde aanpak van de analyse van economische gegevens die uit een verscheidenheid aan analytische methodes zou putten.

Een derde mogelijkheid is de **wisselkoersstrategie**, zoals dat voorafgaand aan de derde fase van de EMU door diverse Europese landen in het kader van het wisselkoersmechanisme van het Europese Monetaire Stelsel werd gevoerd. Voor kleine open economieën waar de productie en consumptie van internationaal verhandelde goederen een groot deel van de economie uitmaken, kunnen wissel-

koersontwikkelingen een aanzienlijke invloed op het prijspeil hebben via hun effect op de invoerprijzen. Een wisselkoersstrategie werd voor het eurogebied niet passend geacht, niet in het minst omdat het eurogebied een grote en relatief gesloten economie is waar de wisselkoersontwikkelingen een geringere invloed op de prijzen hebben.

prominente rol aan geld toe te kennen heeft de ECB het publiek duidelijk te kennen gegeven voornemens te zijn een dergelijke monetaire analyse uit te voeren.

De prominente rol van de geldhoeveelheid in de strategie van de ECB komt tot uitdrukking in de aankondiging van een kwantitatieve referentiewaarde voor de groei van het ruime monetaire aggregaat M3 (zie Kader 3.3). Deze keuze is ingegeven door de gunstige empirische eigenschappen van dit aggregaat. De meeste empirische studies met betrekking tot het eurogebied steunen de visie dat er (op de lange termijn) een stabiele geldvraagverhouding bestaat die M3 aan het prijsniveau en andere macro-economische grootheden relateert. M3 blijkt ook als voorlopende indicator voor de toekomstige inflatie te kunnen dienen, met name op de middellange termijn.

De referentiewaarde is geen monetaire doelstelling. De ECB zal op geen enkel moment via de rente de groei van M3 op het niveau van de referentiewaarde trachten te houden. Wanneer de M3-groei afwijkt van de referentiewaarde wordt het verschil nauwkeurig geanalyseerd en afgezet tegen andere economische gegevens teneinde hieruit de risico's voor de prijsstabiliteit te kunnen distilleren. Met iedere monetaire-beleidsreactie wordt beoogd de dreiging voor de prijsstabiliteit die door deze uitvoerige analyse wordt blootgelegd af te wenden.

Om diverse redenen voorziet het monetaire beleid niet in een mechanische reactie op verschillen tussen de M3-groei en de referentiewaarde. Ten eerste kan de verhouding tussen de geldhoeveelheid, de prijzen en de economische bedrijvigheid – die samengevat kan worden als de “omloopsnelheid” van het geld – op de korte termijn complexer en minder stabiel zijn dan op de langere termijn. Met deze complexiteiten moet rekening gehouden worden in de analyse van de monetaire ontwikkelingen. Ten tweede kan zich ten gevolge van veranderingen in de structuur van het bankwezen en het financiële stelsel een blijvende verandering voordoen in de omloopsnelheid van het geld, waardoor ook de relatie tussen de geldhoeveelheid en het niveau van economische transacties verandert. In de door de ECB gemaakte monetaire analyses moet onderscheid gemaakt worden tussen tijdelijke en blijvende veranderingen in de omloopsnelheid zodat de in monetaire ontwikkelingen vervatte informatie op de juiste wijze kan worden geïnterpreteerd.

Tenslotte kunnen monetaire ontwikkelingen beïnvloed worden door “bijzondere” factoren die het gevolg zijn van institutionele veranderingen zoals een wijziging in de

... aangegeven door
aankondiging van de
referentiewaarde ...

... die geen monetaire
doelstelling vormt ...

... en geen mechanische
beleidsreacties impliceert

De door de ECB gebruikte referentiewaarde voor de geldgroei

De prominente rol van de geldhoeveelheid in de strategie van de ECB komt tot uiting in de aankondiging van een referentiewaarde voor de groei van het ruime monetaire aggregaat M3. De referentiewaarde is zodanig gesteld dat zij overeenkomt met het handhaven van prijsstabiliteit. Onder normale omstandigheden zouden aanzienlijke of langdurige verschillen tussen de geldgroei en de referentiewaarde aangeven dat zich risico's voordoen voor de prijsstabiliteit op de middellange termijn.

De referentiewaarde wordt afgeleid uit de verhouding tussen de geldgroei (ΔM), de inflatie (ΔP), de reële bbp-groei (ΔYR), en veranderingen in de omloopsnelheid (ΔV). Volgens deze "kwantiteitsvergelijking" is de mutatie in de geldhoeveelheid in een economie gelijk aan de mutatie in de nominale transacties (benaderd door de mutatie in het reële bbp plus de mutatie in het prijsniveau) minus de mutatie in de omloopsnelheid. Deze laatste kan gedefinieerd worden als de snelheid waarmee geld tussen verschillende houders circuleert en geeft dus aan hoeveel geld benodigd is om een bepaald niveau van nominale transacties mogelijk te maken.

$$\Delta M = \Delta YR + \Delta P - \Delta V$$

De referentiewaarde belichaamt de definitie van prijsstabiliteit als een stijging van de HICP voor het eurogebied van minder dan 2% per jaar. Daarnaast is de referentiewaarde gebaseerd op aannames voor de middellange termijn ten aanzien van de mogelijke productiegroei en de trend van de omloopsnelheid van M3. In 1998 werd aangenomen dat de reële-bbp-groei voor het eurogebied op de middellange termijn 2-2¹/₂% per jaar zou bedragen, een cijfer waarin ramingen van zowel internationale organisaties als de ECB tot uiting kwamen. Via diverse benaderingen werd de aanname omtrent de omloopsnelheid afgeleid, waarbij rekening gehouden werd met eenvoudige tendensen alsook de informatie die in complexere geldvraagmodellen besloten ligt. Tezamen wezen de uitkomsten van deze berekeningen op een daling van de omloopsnelheid van M3 van 1/2-1% per jaar. Op basis van deze aannames werd de referentiewaarde van de ECB in december 1998 door de Raad van Bestuur op 4¹/₂% gesteld. Aangezien zich geen nieuw en overtuigend bewijsmateriaal had aangegeven dat tot een significante wijziging van de onderliggende aannames zou hebben geleid, werd de referentiewaarde in de verslagen van de Raad van Bestuur van december 1999 en 2000 gehandhaafd.

"Bijzondere factoren" en vertekeningen identificeren

manier waarop rente-inkomsten of vermogenswinst fiscaal worden behandeld. Door dergelijke factoren kunnen particulieren en bedrijven besluiten hun geld elders uit te zetten wanneer het rendement op banktegoeden die onder de definitie van geld vallen gunstiger of minder gunstig uitvalt dan dat op andere financiële instrumenten. De door deze bijzondere factoren veroorzaakte monetaire ontwikkelingen bevatten echter niet noodzakelijkerwijs nuttige informatie ten aanzien van de vooruitzichten voor de prijsstabiliteit. Daarom omvat de monetaire analyse van de ECB tevens een uitgebreide beoordeling van bijzondere factoren die invloed uitoefenen op de geldhoeveelheid. Ook kunnen zich af en toe statistische vertekeningen voordoen, waardoor de gerapporteerde gegevens niet geheel overeenstemmen met de statistische definitie van de monetaire aggregaten. Dergelijke vertekeningen kunnen echter vaak statistisch worden aangeduid en geraamd. Indien de daaruit voortvloeiende informatie betrouwbaar is, dan kan de gepubliceerde monetaire reeks worden aangepast.

De referentiewaarde is een essentieel element in de strategie en vormt een duidelijke en openbare toezegging van de ECB om in monetaire-beleidsbesluiten een

belangrijke rol toe te kennen aan de geldhoeveelheid en deze rol aan het publiek uit te leggen. Echter aangezien de ECB gedetailleerde en relatief complexe monetaire analyses moet uitvoeren om de voor monetaire-beleidsbesluiten benodigde informatie te kunnen distilleren, gaat zij niet uitsluitend af op verschillen tussen de M3-groei en de referentiewaarde. Binnen de eerste pijler worden ook diverse andere monetaire en financiële grootheden regelmatig en nauwgezet geanalyseerd. De ontwikkelingen van de componenten van M3 (zoals de chartale geldomloop, termijn-deposito's, enz.) worden bijvoorbeeld bestudeerd omdat zij inzicht kunnen bieden in de algehele mutaties in M3. In dit opzicht kunnen engere aggregaten zoals M1 enige informatie verschaffen over de reële bedrijvigheid. Ook kunnen mutaties in de kredietverlening aan de particuliere sector informatie bevatten over financiële verhoudingen en, via de balans van de MFI's, aanvullende informatie verschaffen over de geldhoeveelheid. Met een dergelijke analyse wordt zowel een beter inzicht in het gedrag van M3 ten opzichte van de referentiewaarde verkregen als een brede kijk op de liquiditeitsverhoudingen binnen de economie en de consequenties daarvan voor wat de risico's voor prijsstabiliteit betreft.

De tweede pijler van de monetaire-beleidsstrategie

De informatie die benodigd is om de juiste monetaire-beleidsbesluiten te nemen moet veelomvattend zijn en op een brede basis berusten. Daarom wordt, naast de analyse van de geldgroei ten opzichte van de referentiewaarde, binnen de tweede pijler van de strategie ook een veelomvattende reeks andere economische en financiële variabelen aan een grondige analyse onderworpen. Ook voor deze variabelen geldt dat wordt beoordeeld of zij informatie bevatten die van belang kan zijn voor de op prijsstabiliteit gerichte monetaire-beleidsbesluiten.

Met de analyse in het kader van de tweede pijler wordt beoogd de invloed aan te tonen van een reeks factoren die gewoonlijk doorwerken in de prijsontwikkelingen op de kortere termijn. Deze factoren zijn relevant voor het monetaire beleid omdat zij zich kunnen vastzetten, waardoor zij een bedreiging kunnen vormen voor de prijsstabiliteit op de middellange termijn. In overeenstemming met de standaardmodellen van de conjunctuurencyclus, spitst deze analyse zich vaak toe op de effecten van de interactie tussen vraag en aanbod en/of de kostendruk op het prijszettingsgedrag in de goederen-, diensten- en arbeidsmarkten.

Om de juiste besluiten te kunnen nemen moet de Raad van Bestuur een gedegen kennis hebben van de economische toestand van het moment en op de hoogte zijn van de specifieke aard en omvang van de economische verstoringen die de prijsstabiliteit bedreigen. De juiste monetaire-beleidsreactie op de inflatoire gevolgen van een tijdelijke stijging van de internationale olieprijs kan bijvoorbeeld verschillen van een passend antwoord op hogere inflatie als gevolg van de implicaties voor de arbeidskosten van loonstijgingen die niet door productiviteitsgroei gerechtvaardigd worden. De eerste heeft een kortstondige toename van de inflatie tot gevolg die al snel weer vervluchtigt. Een dergelijke schok vormt, mits die niet tot hogere inflatieverwachtingen leidt, nauwelijks een bedreiging voor de prijsstabiliteit op de middellange termijn. In het geval van buitensporige loonstijgingen bestaat het gevaar dat een zichzelf in stand houdende spiraal van hogere kosten, hogere prijzen en hogere loon-

De analyse van de componenten en tegenposten van M3

Analyse onder de tweede pijler ...

... gericht op de interactie tussen vraag en aanbod op de goederen-, diensten- en arbeidsmarkten ...

... draagt bij tot het blootleggen van de aard van de schokken

Statistieken betreffende de economische ontwikkelingen in het eurogebied

Zoals in Hoofdstuk 3 wordt uitgelegd is het causale verband tussen monetaire-beleidsbesluiten en het prijspeil complex, ook omdat daarbij diverse economische sectoren betrokken zijn. Daarom moet een brede reeks indicatoren worden gevolgd om de vooruitzichten voor prijsstabiliteit te kunnen beoordelen.

Om te beginnen kunnen, voor wat de *prijs- en kostenontwikkelingen* betreft, naast de HICP en zijn componenten, indicaties van de prijsontwikkelingen in de industriële sector, afgemeten aan de hand van producentenprijzen, een belangrijke rol spelen bij het signaleren van waarschijnlijke toekomstige veranderingen in de consumptieprijzen, omdat wijzigingen van de productiekosten doorwerken in de consumptieprijzen. De arbeidskosten, die een belangrijk onderdeel vormen van de algehele productiekosten, hebben een aanzienlijke invloed op de prijsvorming. Statistieken met betrekking tot de arbeidskosten verschaffen ook informatie over het concurrentievermogen van de economie van het eurogebied.

Ten tweede bevatten indicatoren voor *de productie en de vraag* (de nationale rekeningen, korte-termijnstatistieken voor de bedrijvigheid in de industrie en de dienstensector, orders, en kwaliteitsenquêtes) informatie over de conjuncturele fase van de economie, een belangrijk element in de door de ECB gemaakte analyse van de toekomstige prijsontwikkelingen. Bovendien zijn *arbeidsmarktgegevens* (over de werkgelegenheid, de werkloosheid, vacatures en de participatiegraad) van cruciaal belang bij het volgen van conjuncturele ontwikkelingen en het beoordelen van structurele veranderingen in het functioneren van de economie van het eurogebied. Daarnaast neemt de overheidssector een aanzienlijk deel van de economische bedrijvigheid voor zijn rekening; informatie over zowel financiële als niet-financiële *overheidsrekeningen* is onontbeerlijk.

Ten slotte bevatten de (door de ECB samengestelde) *betalingsbalansstatistieken*, naast door Eurostat aangeleverde statistieken met betrekking tot de

buitenhandel, belangrijke informatie over de ontwikkeling van de in- en uitvoer die via het effect op de vraagverhoudingen de inflatiedruk kan beïnvloeden. Met behulp van deze gegevens kunnen ook de prijzen van de buitenland – die op dit moment benaderd worden door indices voor de waarde per uitvoer- en invoereenheid – nauwlettend gevolgd worden. Deze indices dragen bij tot de beoordeling van met name het mogelijke effect op de invoerprijzen van wisselkoersschommelingen en veranderingen in de prijzen van grondstoffen (zoals olie). Hoewel het eurogebied vergeleken met de individuele landen die op de euro zijn overgegaan een betrekkelijk gesloten economie is, worden de binnenlandse producenten- en consumptieprijzen wel door geïmporteerde inflatie beïnvloed. (Daarnaast vormen betalingsbalansgegevens met betrekking tot financiële transacties belangrijke indicatoren voor de monetaire en financiële analyse.)

Hoogwaardige statistieken zijn onmisbaar voor een betrouwbaar beeld van de economie. Door onvolledige of onbetrouwbare statistieken veroorzaakte beleidsfouten kunnen duur uitpakken wanneer zij leiden tot hogere inflatie en een grotere volatiliteit van de reële groei. De kwaliteit van de statistieken hangt van diverse aspecten af. Ten eerste moeten de statistieken *alle economische sectoren* dekken. Met name moeten naast de conventionele statistieken met betrekking tot de industrie en de handel, indicatoren voor de steeds belangrijker wordende dienstensector voorhanden zijn. Ten tweede is *harmonisatie* van de gebruikte definities en methodes vereist zodat iedere uit nationale reeksen samengestelde indicator voor het eurogebied de ontwikkelingen juist weergeeft en daarmee betrouwbare informatie bevat voor monetaire-beleidsbesluiten. Ten derde zijn *tijdigheid en een voldoende hoge frequentie* van essentieel belang voor de monetaire-beleidsvoering. De huidige staat van de economie kan slechts met tijdige statistieken worden weergegeven. Daarnaast zijn, wat de *geografische dekking* betreft, geaggregeerde gegevens voor zowel het gehele eurogebied als de individuele landen van het grootste belang. Ten vierde zijn lange

reeksen *historische gegevens* benodigd voor de econometrische analyse die tot groter begrip van de economie van het eurogebied kan bijdragen.

De aanvoer van statistieken voor het eurogebied wordt voortdurend verder ontwikkeld en verbeterd. Voor veel door de statistieken voor het eurogebied bestreken terreinen zijn gemeenschappelijke methodologische standaarden opgesteld en is ten

aanzien van zowel beschikbaarheid als tijdigheid voortgang geboekt. In dit verband zijn diverse initiatieven genomen. Met name het actieplan voor de statistische vereisten voor de EMU, van september 2000, dat door de Europese Commissie (Eurostat) in nauwe samenwerking met de ECB is opgesteld, bevat een gedetailleerde prioriteitenlijst voor verbeteringen van de economische statistieken.

eisen ontstaat. Om dit te voorkomen kan een krachtige monetaire-beleidsreactie waarmee de centrale bank haar vaste voornemen bevestigt om prijsstabiliteit te handhaven, waardoor de inflatieverwachtingen gestabiliseerd worden, de beste respons zijn.

Onder de tweede pijler analyseert de ECB regelmatig de ontwikkelingen van de totale productie, van de vraag en de arbeidsmarktverhoudingen en van een brede reeks prijs- en kostenindicatoren, en van het begrotingsbeleid, alsook de betalingsbalans voor het eurogebied. In Kader 3.4 wordt de statistische basis voor de indicatoren van de door de ECB onder de tweede pijler geanalyseerde economische ontwikkelingen besproken en het belang van de beschikbaarheid van hoogwaardige statistieken benadrukt.

Ook de ontwikkeling van de indicatoren voor de financiële markten en de activaprijzen wordt nauwlettend gevolgd. De schommelingen in de activaprijzen kunnen de prijsontwikkelingen beïnvloeden via inkomens- en vermogenseffecten. Wanneer de aandelenkoersen stijgen neemt bijvoorbeeld het vermogen van huishoudens die aandelen bezitten toe, waardoor zij meer consumptieve bestedingen kunnen doen. Hierdoor stijgt de vraag naar consumptiegoederen, waardoor de binnenlandse inflatie onder druk kan komen te staan. Omgekeerd zullen deze huishoudens hun consumptieve bestedingen reduceren wanneer de aandelenkoersen zakken.

Uit activaprijzen en het rendement op financiële titels kunnen ook de verwachtingen van de financiële markten ten aanzien van toekomstige prijsontwikkelingen worden afgelezen. De impliciete verwachtingen van financiële-marktdeelnemers omtrent toekomstige rentetarieven en prijzen komen bijvoorbeeld tot uiting in hun aan- en verkopen van obligaties. Met behulp van diverse technieken kan de ECB financiële koersen analyseren om daaruit de impliciete verwachtingen van de markten ten aanzien van toekomstige ontwikkelingen te distilleren.

Ook wisselkoersontwikkelingen worden nauwgezet ontleed op hun implicaties voor de prijsstabiliteit. Zoals in paragraaf 3.2 besproken is hebben wisselkoersschommelingen door hun effect op de invoerprijzen een directe invloed op de prijsontwikkelingen. Door veranderingen in de wisselkoers kan ook de prijsconcurrentiekracht van binnenslands geproduceerde goederen op de internationale markten veranderen,

Analyse van indicatoren voor de reële economie, ...

... indicatoren voor de financiële markten ...

... en wisselkoersontwikkelingen

waardoor de vraag en mogelijk ook de toekomstige prijsontwikkelingen beïnvloed worden. Worden de verwachtingen en het gedrag van loon- en prijszetters hierdoor beïnvloed dan zouden van de wisselkoers zelfs tweederonde-effecten uit kunnen gaan. Al deze informatie moet worden meegenomen in op prijsstabiliteit gerichte monetaire-beleidsbesluiten.

Onder de tweede pijler worden door stafleden van het Eurosysteem twee keer per jaar macro-economische projecties voorbereid. Deze vormen weliswaar een belangrijke bijdrage aan de beraadslagingen van de Raad van Bestuur, maar vertegenwoordigen niet het beleidsoordeel van de Raad. Met behulp van de projecties wordt de toekomstige oriëntatie van het monetaire beleid onderbouwd. De projecties geven een overzicht en een synthese van een grote hoeveelheid informatie die anders moeilijk hanteerbaar zou zijn bij de beleidsdiscussies. Zij verschaffen tevens een platform voor de integratie van de economische analyse onder de tweede pijler op een samenhangende en intern consistente wijze waarin ervaringen uit het verleden en de fundamentele economische verhoudingen tot uiting worden gebracht. Projecties zijn evenwel van nature onderhevig aan onzekerheid, die toeneemt naarmate de horizon van de projecties verder weg komt te liggen. Om de onzekerheden waarmee dergelijke projecties omgeven zijn weer te geven publiceert de ECB de door stafleden van het Eurosysteem opgestelde macro-economische projecties in de vorm van marges.

Met het gebruik van het woord “projectie” wordt onderstreept dat de gepubliceerde projecties de uitkomst zijn van een scenario dat gebaseerd is op een reeks technische aannames, waaronder de aanname dat de korte rente niet gewijzigd wordt. Zo worden bij vele centrale banken prognoses geproduceerd waarmee monetaire-beleidsmakers zo goed mogelijk worden geïnformeerd. Men moet zich realiseren dat een projectie daarom over het algemeen niet de beste manier is om toekomstige ontwikkelingen te voorspellen, vooral niet op de langere termijn. De projectie vertegenwoordigt eerder een scenario dat, tenzij het overeenkomt met prijsstabiliteit, in de praktijk waarschijnlijk verkeerd wordt uitgelegd, aangezien het monetaire beleid op iedere bedreiging van de prijsstabiliteit zal reageren. De door stafleden van het Eurosysteem gemaakte macro-economische inflatieprojecties moeten daarom in geen geval gezien worden als twijfel aan het vaste voornemen van de Raad van Bestuur om de prijsstabiliteit op de middellange termijn te handhaven. Betrokkenen bij het loon- en prijsvormingsproces, alsook bedrijven en huishoudens, zouden moeten vertrouwen op de kwantitatieve definitie van de prijsstabiliteit als zijnde de “beste prognose” van de prijsontwikkelingen op de middellange termijn.

De stafleden van het Eurosysteem produceren de macro-economische projecties met behulp van een aantal hulpmiddelen en gegevens. Voor het eurogebied zijn diverse macro-economische modellen in omloop, evenals voor de individuele landen van het eurogebied. Indien het niet duidelijk is welk model het meest geschikt is, dan is het beter om van diverse modellen gebruik te maken, waarin uiteenlopende visies op de economische structuur belichaamd worden en waar met verschillende methodes gewerkt worden dan op één enkel allesomvattend kader te vertrouwen. De met behulp van deze modellen gemaakte projecties worden vervolgens aangepast met behulp van de technische kennis die aanwezig is bij zowel de staf van de ECB als de nationale centrale banken.

De door stafleden van het Eurosysteem gemaakte macro-economische projecties ...

... gebaseerd op technische aannames, ...

... modellen en technische deskundigheid van de stafleden ...

Hoewel de macro-economische projecties nuttig zijn, vormen zij geen panacee. Om te beginnen zijn ze altijd gebaseerd op bepaalde aannames – met betrekking tot bijvoorbeeld de olieprijs of de wisselkoers – waarmee men het niet eens hoeft te zijn of die aan snelle veranderingen onderhevig kunnen zijn, waardoor de projecties niet meer actueel zijn. Daarnaast hangt de uiteindelijke projectie voor een groot deel af van het onderliggende conceptuele kader en de gebruikte technieken. Aangezien een dergelijk kader altijd een vereenvoudiging inhoudt van de werkelijkheid, kunnen de hoofdzaken die van belang zijn voor het monetaire beleid soms worden verwaarloosd. Ten derde kunnen economische projecties slechts een summier beschrijving van de economie geven, waardoor zij niet alle relevante informatie bevatten. Met name belangrijke informatie, zoals de informatie die in monetaire en kredietaggregaten besloten ligt, kan niet gemakkelijk in het kader worden geïntegreerd; bovendien kan de informatie veranderen nadat de projecties zijn afgerond. Op de vierde plaats is het onvermijdelijk dat de meningen van de deskundigen in de projecties doorwerken; er kan een goede reden zijn om het met bepaalde meningen niet eens te zijn.

... zijn geen panacee, ...

Vanwege deze beperkingen spelen de door de stafleden opgestelde macro-economische projecties een belangrijke, maar beperkte rol in het door de ECB gevoerde monetaire beleid. De Raad van Bestuur evalueert deze projecties, tezamen met een grote hoeveelheid andere informatie en analyses waarin het uit twee pijlers bestaande kader voorziet. De eerste pijler voorziet in de monetaire analyse, terwijl de tweede pijler de analyses van de financiële koersen, individuele maatstaven en de prognoses van andere instellingen omvat. De macro-economische projecties zijn dus niet het voornaamste middel dat door de Raad van Bestuur gebruikt wordt om zijn beoordeling te maken en uit te dragen.

... spelen een belangrijke, maar beperkte rol

In december 2000 heeft de ECB besloten de door stafleden van het Eurosysteem opgestelde macro-economische projecties tweemaal per jaar in het Maandbericht op te nemen.

Waarom twee pijlers?

De onzekerheden met betrekking tot en het onvolkomen begrip van de economie in het algemeen – en het transmissiemechanisme van het monetaire beleid in het bijzonder – komen onder andere tot uiting in het grote aantal modellen van het inflatieproces. In deze modellen worden uiteenlopende visies op het functioneren van de economie weergegeven en/of wordt in verschillende mate de nadruk gelegd op de diverse in paragraaf 3.2 besproken monetaire-transmissiekanalen. Sommige modellen benadrukken bijvoorbeeld de rol van de geldhoeveelheid in het transmissiemechanisme, terwijl andere wijzen op het belang van niet-monetaire invloeden zoals verschuivingen in de verhouding tussen vraag en aanbod en/of de druk die van de kosten uitgaat op de prijsvorming in de goederen-, diensten- en arbeidsmarkten. Veel van deze modellen geven belangrijke elementen uit de werkelijkheid weer, maar geen enkele lijkt in staat de werkelijkheid in haar geheel te beschrijven. Daarom is ieder model – dat in potentie een nuttig perspectief van de economische ontwikkelingen biedt – per definitie onvolkomen. Het zou dus onverstandig zijn monetaire-beleidsbesluiten te nemen op basis van één enkele benadering of één enkele indicator.

Onzekerheid over modellen

Diversiteit aan modellen

Gezien de grote verscheidenheid aan bestaande modellen heeft de ECB ervoor gekozen haar analytische werkzaamheden onder twee pijlers te organiseren. Zo wordt recht gedaan aan het feit dat het bijzonder moeilijk is gebleken om de geldhoeveelheid in de conventionele reëel-economische modellen een prominente rol toe te kennen, ondanks de consensus over de correlatie tussen de geldhoeveelheid en de prijzen en het empirische bewijs dat monetaire aggregaten een voorlopende indicator kunnen vormen van prijsontwikkelingen alsmede een belangrijk monetair-transmissiekanaal. Onder de eerste pijler is derhalve een aantal modellen en analytische kaders ondergebracht die een visie op prijsvorming vertegenwoordigen waarin een belangrijke rol wordt toegewezen aan de geldhoeveelheid en die zich richten op monetaire-beleidstransmissiekanalen waarin geld een grote rol speelt. De tweede pijler omvat een reeks alternatieve modellen van het inflatieproces, met name modellen waarin de wisselwerking tussen vraag en aanbod en/of de kostendruk en de transmissiekanalen die zich via deze variabelen manifesteren benadrukt worden.

Onder de twee pijlers wordt een reeks modellen beoordeeld. Deze modellen evolueren steeds verder aangezien door onderzoek nieuwe empirische en analytische instrumenten ontwikkeld worden waarmee de economische structuur en het transmissiemechanisme van het monetaire beleid in het eurogebied onderzocht kunnen worden.

Vergelijking van gegevens

Gezien de onzekerheden waarmee zij worden geconfronteerd zouden centrale banken de door de verschillende indicatoren afgegeven signalen altijd met elkaar moeten vergelijken en de beschikbare informatie en de consequenties van hun handelen tegen een reeks plausibele modellen van de economie moeten afzetten. Daarom zijn beleidsbesluiten die onder een groot aantal plausibele modellen en onder alle mogelijke omstandigheden redelijk goed functioneren op de middellange termijn vaak de beste keuze.

Krachtig monetair beleid

Zo moet men de strategie van de ECB zien. Niet alleen voorziet deze strategie in alle relevante informatie, zij doet ook recht aan verschillende interpretaties van deze informatie. Door deze uit twee pijlers bestaande benadering wordt de kans op beleidsfouten die veroorzaakt worden doordat al te zeer op één enkele indicator, voorspelling of model wordt vertrouwd, beperkt. Door een gediversifieerde aanpak van de interpretatie van de economische toestand maakt de strategie van de ECB het gemakkelijker om in een onzekere omgeving een krachtig monetair beleid te voeren.

Geen mechanische reacties op één enkele indicator of voorspelling

De Raad van Bestuur kiest voor het Eurosysteem de monetaire-beleidsinstrumenten die het meest bevorderlijk zijn voor het bereiken van de hoofddoelstelling, op basis van de signalen die door de twee pijlers van de strategie worden afgegeven ten aanzien van de risico's voor de prijsstabiliteit. Het monetaire beleid geeft dus geen mechanische reactie op ontwikkelingen in één enkele indicator of prognose, maar evalueert, vergelijkt en integreert de uitkomsten van de twee pijlers met elkaar, waardoor een algehele beoordeling verkregen wordt van de aard en omvang van de schokken en de daaruit voortvloeiende economische toestand, alsook de bestaande risico's voor de prijsstabiliteit; in deze beoordeling is ook een onmisbaar element van beleidsinzicht begrepen dat door de leden van de Raad van Bestuur wordt ingebracht.

3.4 Verantwoording, doorzichtigheid en communicatie

De onafhankelijkheid, verantwoordingsplicht en doorzichtigheid van de centrale bank

Zoals in Hoofdstuk I is uiteengezet, zijn er goede redenen om het handhaven van prijsstabiliteit – waardoor de waarde van het geld gewaarborgd wordt – toe te vertrouwen aan een onafhankelijke centrale bank, die niet onderhevig is aan mogelijke politieke druk. Bovendien is een onafhankelijke instelling waaraan gezag is gedelegeerd verplicht zich te verantwoorden voor de wijze waarop zij haar mandaat vervult. Zoals alle openbare instellingen, moet een onafhankelijke centrale bank haar beslissingen en handelingen aan het publiek uitleggen en verantwoorden. De verantwoordingsplicht legt de centrale bank de discipline op om haar taken naar behoren uit te voeren.

In een democratische maatschappij is de verantwoordingsplicht een natuurlijke aanvulling op de onafhankelijkheid van de centrale bank. Met een duidelijk gedefinieerd en beperkt mandaat wordt de basis gelegd voor de democratische rechtmatigheid van de overdracht van het monetaire beleid aan een onafhankelijke centrale bank, terwijl de nadruk op het mandaat van prijsstabiliteit het publiek in staat stelt een onafhankelijke centrale bank ter verantwoording te roepen.

De termen “verantwoordingsplicht” en “doorzichtigheid” worden soms met elkaar verwisseld. Er dient echter een onderscheid te worden gemaakt tussen deze twee concepten. De verantwoordingsplicht houdt in dat de centrale bank verantwoordelijk wordt gesteld voor het bereiken van haar doelstellingen. Doorzichtigheid – in enge zin – houdt in dat de centrale bank informatie verschaft over het interne besluitvormingsproces. In bredere zin betekent doorzichtigheid uitleggen hoe het monetaire beleid ingezet wordt om het toegewezen mandaat uit te voeren. Een monetaire-beleidsstrategie draagt bij tot doorzichtigheid door een systematisch kader te verschaffen voor zowel de interne besluitvorming als de externe communicatie met het publiek. Grotere doorzichtigheid betekent een beter begrip van het monetaire beleid bij het publiek, hetgeen weer tot grotere geloofwaardigheid en doelmatigheid kan leiden. De verantwoording door de centrale bank wordt gewaarborgd door het institutionele kader en het aan de centrale bank gegeven mandaat. Dankzij haar onafhankelijke status kan de ECB niet door nationale regeringen of nationale parlementen ter verantwoording worden geroepen. In plaats daarvan is de ECB verantwoording verschuldigd aan het Europese publiek en aan het Europese Parlement, een lichaam met een Europees mandaat en directe democratische legitimiteit.

De verhouding tussen de ECB en het Europese Parlement op dit gebied wordt bepaald door het Verdrag, met inachtneming van de institutionele onafhankelijkheid van de ECB. Krachtens het Verdrag heeft de ECB een aantal rapportageverplichtingen en moet zij in het kader van haar verantwoordingsplicht op gezette tijden haar opwachting maken bij het Europese Parlement (zie Hoofdstuk I). De ECB voldoet ruimschoots aan de formele Verdragsvereisten door de extra maatregelen die zij heeft genomen om de verantwoording en de doorzichtigheid te waarborgen (zie Kader 3.5).

Onafhankelijkheid ...

... en verantwoordings-
plicht vullen elkaar op
natuurlijke wijze aan

Doorzichtigheid en
verantwoordingsplicht

Communicatieactiviteiten
van de ECB

Communicatieactiviteiten van de ECB

Naast de Verdragsverplichting om een Jaarverslag en een verslag op kwartaalbasis te publiceren geeft de ECB ook een "Maandbericht" uit. Het Maandbericht bevat een grondige beoordeling van de economische toestand die aan beleidsbesluiten ten grondslag ligt en artikelen over onderwerpen die van bijzonder belang zijn voor het door de ECB gevoerde monetaire beleid. Daarnaast verschijnt de President van de ECB elk kwartaal voor het Comité voor Economische en Monetaire Aangelegenheden van het Europese Parlement om verslag uit te brengen over het monetaire beleid van de ECB en om vragen te beantwoorden. Afschriften van deze hoorzittingen zijn te vinden op de website van de ECB. Ook biedt de ECB haar Jaarverslag aan het Europese Parlement aan.

Iedere maand houden de President en de Vice-President na afloop van de eerste vergadering van de Raad van Bestuur een persconferentie. De President geeft in zijn inleiding de visie weer van de Raad van Bestuur op de economische toestand en de beoordeling van de risico's voor de prijsstabiliteit die van belang zijn voor de monetaire-beleidsbesluiten; verder verstrekt hij informatie over andere onderwerpen die aan de orde zijn geweest en andere door de Raad van Bestuur genomen beslissingen, en beantwoordt hij de vragen van de aanwezige journalisten. Dezelfde dag nog worden afschriften van deze persconferenties op de website van de ECB gepubliceerd. Zo wordt informatie over de monetaire-beleidsbesluiten tijdig en op evenwichtige wijze aan het publiek gepresenteerd.

De leden van de Raad van Bestuur vervullen een groot aantal publieke verplichtingen. De door leden van de Directie gehouden speeches worden doorgaans op de website van de ECB gepubliceerd. Ook ontvangt de ECB een groot aantal bezoekers, die zowel uit leden van het grote publiek bestaan als uit deskundigen van allerlei instellingen. De ECB hecht grote waarde aan een open dialoog met de academische wereld. In de Working Paper en Occasional Paper reeksen van de ECB worden door stafleden onderzoeksresultaten van technische aard en beleidsnotities die van algemeen belang zijn gepubliceerd.

Tenslotte moeten omwille van de doorzichtigheid van het monetaire beleid de door de centrale bank verzamelde statistieken compleet en tijdig worden gepubliceerd, zodra hun betrouwbaarheid vaststaat. Met behulp van de nationale centrale banken verzamelt de ECB monetaire, bancaire en aanverwante statistieken, betalingsbalansstatistieken en statistieken met betrekking tot de internationale investeringspositie, en stelt zij statistieken met betrekking tot de financiële rekeningen voor het eurogebied samen (zie de ECB-publicatie "Statistical information collected and compiled by the ESCB" van mei 2000). De tijdige publicatie van deze gegevens stelt de ECB in staat de informatie die zij heeft over economische ontwikkelingen in het eurogebied met het publiek te delen, waardoor de communicatie van monetaire-beleidsbesluiten door de Raad van Bestuur vergemakkelijkt wordt.

De communicatie van een monetaire-beleidsstrategie

Presentatie van het monetaire beleid aan het publiek ...

Om meer begrip te kweken voor het monetaire beleid moet in principe het gehele proces van monetaire-beleidsvorming inzichtelijk worden gemaakt voor het publiek. In de praktijk blijkt het echter niet eenvoudig om het publiek een uitputtende en begrijpelijke beschrijving te geven van alle elementen en aspecten van het interne monetaire-beleidsvormingsproces.

Daarom moeten bij de presentatie van het monetaire beleid aan het publiek keuzes worden gemaakt. Een doelmatige aanpak van de communicatie vereist een evenwicht tussen openheid over de complexe aard van de beleidsvorming en vereenvoudiging van de uitleg over dit proces omwille van de duidelijkheid. Derhalve moet de keuze van de juiste strategie de gecompliceerde en onzekere gesteldheid van de economische omgeving waarin de centrale bank opereert weergeven alsmede het interpretatiekader dat gebruikt wordt door de diverse geledingen van het publiek waarmee de centrale bank moet communiceren. In dit opzicht vereist doelmatige communicatie een gemeenschappelijk kader en een gemeenschappelijke taal waar zowel de centrale bank als het publiek zich in kan vinden.

Daarom wordt het belangrijk geacht dat de externe communicatie van de monetaire-beleidsstrategie van de ECB de complexe en onzekere aard van de economische omgeving en dus van het interne besluitvormingsproces goed weergeeft. De externe presentatie van de strategie van de ECB is, vergeleken met eenvoudige strategieën (zoals een geldhoeveelheidsbeleid of een directe-inflatiestrategie) betrekkelijk ingewikkeld, maar geeft de gediversifieerde benadering van het monetaire beleid die de ECB verkozen heeft te volgen bij haar interne besluitvorming gezien de onzekerheid omtrent de structuur van de economie van het eurogebied goed weer.

... moet rekening houden met de complexe aard van de beleidsvorming ...

... en de onzekerheid over de structuur van de economie van het eurogebied

4 Monetaire-beleidsuitvoering

In dit hoofdstuk wordt uiteengezet op welke wijze uitvoering wordt gegeven aan monetaire-beleidsbesluiten, met gebruikmaking van de beschikbare monetaire-beleidsinstrumenten. De eerste paragraaf biedt een overzicht van de doelstellingen en grondbeginselen van het operationele kader van het Eurosysteem. In de tweede paragraaf wordt een korte beschrijving gegeven van de belangrijkste monetaire-beleidsinstrumenten (open-markttransacties, het stelsel van reserveverplichtingen en de permanente faciliteiten), die in de daaropvolgende paragrafen nader worden bekeken. Daarnaast laten diezelfde paragrafen de wisselwerking zien tussen de monetaire-beleidsinstrumenten en de liquiditeitsbehoefte van de banken in de context van een centrale-bankbalans. Dit hoofdstuk wordt afgesloten met een korte beoordeling van de werking van het operationele kader in de eerste twee jaar van de derde fase van de EMU.

4.1 Algemene grondbeginselen en doelstellingen van de opzet van het operationele kader

Zoals besproken in Hoofdstuk 3, spelen korte geldmarkttarieven een belangrijke rol bij de transmissie van het monetaire beleid. Dit beleid oefent een aanzienlijke invloed uit op de korte nominale marktrente. Door de rente vast te stellen, heeft het monetaire beleid op verschillende manieren invloed op de economie en uiteindelijk op het prijsniveau.

Ter verwezenlijking van zijn primaire doelstelling beschikt het Eurosysteem over een reeks monetaire-beleidsinstrumenten en -procedures. Deze reeks vormt het operationele kader dat dient om uitvoering te geven aan het gemeenschappelijke monetaire beleid.

Het operationele kader en de monetaire-beleidsstrategie hebben elk een eigen functie in de tenuitvoerlegging van het monetaire beleid. De strategie bepaalt welk geldmarkrenteniveau benodigd is om de prijsstabiliteit op de middellange termijn te handhaven, terwijl het operationele kader bepaalt hoe dit renteniveau met gebruikmaking van de beschikbare monetaire-beleidsinstrumenten kan worden bereikt.

Een centrale bank stuurt de korte geldmarktrente door monetaire-beleidssignalen af te geven en door de liquiditeitsverhoudingen op de geldmarkt te reguleren. De centrale bank heeft als enige instantie die bankbiljetten en bankreserves verstrekt het monopolie op de verschaffing van een monetaire basis.¹ Dankzij deze monopoliepositie is de centrale bank in staat de liquiditeitsverhoudingen op de geldmarkt te reguleren en de geldmarktrente te beïnvloeden.

Naast het sturen van de rente door regulering van de liquiditeitsverhoudingen kan de centrale bank ook beleidssignalen afgeven aan de geldmarkt. Dit geschiedt door-

¹ De monetaire basis in het eurogebied bestaat uit chartaal geld (bankbiljetten en munten) in omloop, de reserves die door de tegenpartijen bij het Eurosysteem worden aangehouden en de door het Eurosysteem geboden depositofaciliteit. Op de balans van het Eurosysteem staan deze posten onder passiva vermeld. Reserves kunnen verder worden uitgesplitst in verplichte reserves en overreserves. In het systeem van reserveverplichtingen zoals het Eurosysteem dat kent, zijn de tegenpartijen verplicht reserves aan te houden bij de Nationale centrale banken (zie Paragraaf 4.4). Naast de verplichte reserves houden kredietinstellingen doorgaans slechts een gering bedrag aan vrijwillige overreserves aan bij het Eurosysteem.

De geldmarkt en de transmissie van het monetaire beleid

Het operationele kader...

...en de monetaire-beleidsstrategie

Het operationele kader dient onder meer om de rente te sturen en de liquiditeit te beheersen....

... signalen af te geven over de monetaire-beleidskoers....

gaans door wijziging van de voorwaarden waaronder de centrale bank bereid is transacties aan te gaan met de geldmarkt.

De transacties van de centrale bank zijn tevens bedoeld om de geldmarkt ordelijk te doen functioneren en te zorgen dat op doelmatige wijze voorzien wordt in de liquiditeitsbehoefte van banken. Dit wordt bereikt door het systeem van herfinancieringstransacties en door middel van faciliteiten die de banken in staat stellen hun overschotten of tekorten aan het eind van de dag weg te werken en tijdelijke liquiditeitsschommelingen op te vangen.

Het operationele kader van het Eurosysteem is gebaseerd op de grondbeginselen die in het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap zijn vastgelegd. Artikel 105 van het Verdrag stelt dat, bij het nastreven van zijn doelstellingen, het Eurosysteem "(...) handelt in overeenstemming met het beginsel van een openmarkteconomie met vrije mededinging, waarbij een doelmatige allocatie van middelen wordt bevorderd (...)".

Naast de beginselen zoals vervat in het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap, kent het operationele kader enkele andere uitgangspunten. De belangrijkste daarvan vormt het beginsel van operationele efficiëntie, dat voorrang heeft boven de andere beginselen. Operationele efficiëntie kan worden omschreven als het vermogen van het operationele kader om monetaire-beleidsbesluiten zo precies en zo snel mogelijk door te laten werken in de korte geldmarktrente, die vervolgens via het transmissiemechanisme van het monetaire beleid doorwerkt in het prijsniveau.

De noodzaak tot waarborging van gelijke behandeling van financiële instellingen en harmonisatie van de regels en procedures in the eurogebied vormen andere belangrijke beginselen van het operationele kader. Kredietinstellingen dienen een gelijke behandeling te krijgen, ongeacht hun omvang en locatie in het eurogebied. De harmonisatie van regels en procedures draagt hiertoe bij door te bewerkstelligen dat de voorwaarden voor transacties met het Eurosysteem voor alle kredietinstellingen in het eurogebied identiek zijn.

Kenmerkend voor het Eurosysteem is het beginsel van decentralisatie van de uitvoering van het monetaire beleid. Indachtig dat beginsel, worden de monetaire-beleidsstransacties normaliter via de Nationale centrale banken uitgevoerd, wat wil zeggen dat de ECB de transacties coördineert en dat de Nationale centrale banken de uitvoering ervan verzorgen.

Bovendien dient het operationele kader de beginselen van eenvoud, transparantie, continuïteit, veiligheid en doelmatigheid vanuit kostenooqpunt in acht te nemen. Eenvoud en transparantie bewerkstelligen dat de bedoelingen achter monetaire-beleidsstransacties juist worden begrepen. Het principe van continuïteit is gericht op voorkoming van grote veranderingen in de instrumenten en procedures, opdat centrale banken en hun tegenpartijen bij deelname aan monetaire-beleidsstransacties gebruik kunnen maken van hun ervaring. Het beginsel van veiligheid houdt in dat de financiële en operationele risico's van het Eurosysteem tot een minimum beperkt moeten blijven, terwijl doelmatigheid vanuit kostenooqpunt wil zeggen dat de kosten

...en een efficiënt functionerende geldmarkt te garanderen

De uitgangspunten van het kader zijn de grondbeginselen van een open-markteconomie....

...operationele doelmatigheid....

...gelijke behandeling van financiële instellingen en de harmonisatie van regels en procedures...

...decentralisatie en implementatie....

...alsook eenvoud, doorzichtigheid, continuïteit, veiligheid en doelmatigheid vanuit kostenooqpunt

verbonden aan het operationele kader voor zowel het Eurosysteem als zijn tegenpartijen laag worden gehouden.

4.2 Overzicht van het operationele kader van het Eurosysteem ²

Tabel 4.1 toont een overzicht van de belangrijkste kenmerken van de twee categorieën transacties die het Eurosysteem ter beschikking staan bij het voeren van het gemeenschappelijke monetaire beleid. De belangrijkste categorie wordt gevormd door de open-markttransacties. Dit is de term die gebruikt wordt voor transacties die op initiatief van de centrale bank doorgaans op de geldmarkt worden uitgevoerd. Zoals beschreven in paragraaf 2.5, wordt met de term “geldmarkt” verwezen naar de markt waar de looptijd van transacties over het algemeen korter is dan één jaar. Open-markttransacties spelen een belangrijke rol bij de sturing van de rente, het afgeven van signalen over het monetaire beleid en de regulering van de liquiditeitsverhoudingen in de geldmarkt.

De basis-herfinancieringstransactie is de belangrijkste open-markttransactie en vormt het voornaamste monetaire-beleidsinstrument van het Eurosysteem. Via de basisherfinancieringstransacties leent het Eurosysteem geld uit aan zijn tegenpartijen. Om het Eurosysteem te beschermen tegen financiële risico's, geschiedt deze kredietverstrekking altijd tegen onderpand. In Kader 4.1 wordt ingegaan op de tegenpartijen in de monetaire-beleidsstransacties van het Eurosysteem en het onderpand dat vereist is bij liquiditeitverruimende transacties.

Kredietverstrekking via open-markttransacties vindt gewoonlijk plaats in de vorm van transacties met wederinkoop. Het gaat hier om transacties waarbij de centrale bank krachtens een repo-overeenkomst activa koopt of krediet verleent tegen in onderpand gegeven activa (zie Kader 4.2). Transacties met wederinkoop zijn daarom tijdelijke open-markttransacties die slechts voor een beperkte, van tevoren vastgestelde periode liquiditeit verschaffen. De basis-herfinancieringstransacties hebben een looptijd van twee weken en nemen het leeuwendeel van de liquiditeitsvoorziening van het bankwezen voor hun rekening. De rentevoet die voor deze transacties geldt, vormt het belangrijkste rentemiddel waarmee het Eurosysteem zijn monetaire beleid gestalte geeft. De basis-herfinancieringstransactie wordt uitvoeriger beschreven in paragraaf 4.3.

Om de korte rente op de geldmarkt te reguleren en, in het bijzonder, de volatiliteit daarvan te beperken, biedt het Eurosysteem zijn tegenpartijen permanente faciliteiten. Het gaat hier om de zogenoemde marginale beleningsfaciliteit en de depositofaciliteit, waarover de tegenpartijen op eigen initiatief kunnen beschikken. De marginale beleningsfaciliteit is een instrument om tegen onderpand en een van tevoren vastgestelde rente daggeld te lenen van de centrale bank. Omdat de rente op deze daggeldleningen gewoonlijk echter aanzienlijk hoger is dan de daarmee corresponderende marktrente, maken kredietinstellingen slechts in laatste instantie gebruik van de marginale beleningsfaciliteit. Omdat toegang tot de marginale beleningsfaci-

Open-markttransacties

Basis-herfinancierings-
transacties

Repo's

Permanente faciliteiten

2 De meest uitgebreide beschrijving van het operationele kader van het Eurosysteem is te vinden in “Het gemeenschappelijke monetaire beleid in de derde fase: Algemene documentatie met betrekking tot de monetaire-beleidsinstrumenten en –procedures van het Eurosysteem.”

liteit alleen beperkt wordt door de beschikbare hoeveelheid beleenbare activa, stelt de rente op de marginale beleningsfaciliteit normaliter een bovengrens aan de zeer korte geldmarktrente. De depositofaciliteit, daarentegen, biedt banken de mogelijkheid om kortlopende deposito's bij de centrale bank aan te houden tegen een van tevoren vastgesteld geldmarktrentetarief. De rente op deze deposito's is doorgaans aanzienlijk lager dan de daarmee corresponderende marktrente. Tegenpartijen maken daarom alleen gebruik van deze faciliteit als ze hun geld niet op een andere wijze kunnen aanwenden. Zoals de rentevoet voor de marginale beleningsfaciliteit geldt als

Tabel 4.1

Open-markttransacties en permanente faciliteiten van het Eurosysteem

Monetaire-beleids-transacties	Soort transactie ¹		Looptijd	Frequentie
	Liquiditeit-verruimend	Liquiditeit-verkrappend		
OPEN-MARKTTRANSACTIES				
Basis-herfinancierings-transacties	<ul style="list-style-type: none"> • Transacties met wederinkoop 	-	<ul style="list-style-type: none"> • Twee weken 	<ul style="list-style-type: none"> • Wekelijks
Langerlopende herfinancierings-transacties	<ul style="list-style-type: none"> • Transacties met wederinkoop 	-	<ul style="list-style-type: none"> • Drie maanden 	<ul style="list-style-type: none"> • Maandelijks
'Fine-tuning'-transacties	<ul style="list-style-type: none"> • Transacties met wederinkoop • Deviezenswaps • Rechtstreekse aankopen van waardepapieren 	<ul style="list-style-type: none"> • Deviezenswaps • Aantrekken van termijndeposito's • Transacties met wederinkoop • Rechtstreekse verkopen van waardepapieren 	<ul style="list-style-type: none"> • Niet gestandaardiseerd 	<ul style="list-style-type: none"> • Niet regelmatig
Structurele transacties	<ul style="list-style-type: none"> • Transacties met wederinkoop • Rechtstreekse aankopen van waardepapieren 	<ul style="list-style-type: none"> • Uitgifte van schuldbewijzen • Rechtstreekse verkopen van waardepapieren 	<ul style="list-style-type: none"> • Gestandaardiseerd/niet-gestandaardiseerd 	<ul style="list-style-type: none"> • Regelmatig en niet regelmatig • Niet regelmatig
PERMANENTE FACILITEITEN				
Marginale beleningsfaciliteit	<ul style="list-style-type: none"> • Transacties met wederinkoop 	-	<ul style="list-style-type: none"> • 'Overnight' 	
Depositofaciliteit	-	<ul style="list-style-type: none"> • Deposito's 	<ul style="list-style-type: none"> • 'Overnight' 	

1 Zie Kader 4.2 voor een beschrijving van de verschillende soorten open-markttransacties

Tegenpartijen en onderpand

I Tegenpartijen

Het monetaire-beleidskader van het Eurosysteem is zodanig geformuleerd dat een breed scala aan tegenpartijen kan deelnemen. De tegenpartijen bij de monetaire-beleidstransacties moeten aan bepaalde criteria voldoen. Door deze criteria wordt verzekerd dat instellingen in het gehele eurogebied gelijk worden behandeld en dat de tegenpartijen aan bepaalde operationele en bedrijfseconomische vereisten voldoen. De algemene criteria gelden voor het gehele eurogebied.

Om als tegenpartij op te mogen treden dient een kredietinstelling financieel gezond te zijn en onderworpen aan het stelsel van reserveverplichtingen van het Eurosysteem. De tegenpartij moet bovendien aan operationele vereisten voldoen die in de desbetreffende door de nationale centrale bank (of door de ECB) toegepaste contractuele of andere regelingen zijn omschreven, teneinde de doelmatige uitvoering van monetaire-beleidstransacties van het Eurosysteem te waarborgen. Eind 2000 bedroeg het aantal in het eurogebied gevestigde kredietinstellingen 7.521. Slechts 2.542 daarvan voldeden aan de operationele criteria voor deelname aan open-markttransacties, terwijl aan de operationele criteria voor toegang tot de marginale beleningsfaciliteit en de depositofaciliteit beantwoord werd door respectievelijk 3.059 en 3.599 kredietinstellingen. Het aantal tegenpartijen dat daadwerkelijk deelneemt aan open-markttransacties is doorgaans veel lager dan het aantal dat daarvoor in aanmerking komt. In 1999 en 2000 schommelde het aantal tegenpartijen dat deelnam aan standaardtenders voor de basis-herfinancieringstransacties tussen de vier- en zeshonderd. In dezelfde periode schommelde het aantal tegenpartijen dat deelnam aan de langerlopende herfinancieringstransacties tussen de twee- en driehonderd.

Een kredietinstelling die aan de algemene criteria voldoet, heeft toegang tot de permanente faciliteiten van het Eurosysteem en mag via de nationale centrale bank van de lidstaat van vesti-

ging deelnemen aan de open-markttransacties van het Eurosysteem op basis van standaardtenders. Indien een kredietinstelling vestigingen (hoofdkantoor en bijkantoren) heeft in verschillende lidstaten kan elk van deze vestigingen toegang tot deze faciliteiten verkrijgen via de nationale centrale bank van de lidstaat van vestiging. Inschrijvingen op tenders kunnen echter slechts worden ingediend door één van de vestigingen (hetzij het hoofdkantoor hetzij een daartoe aangewezen bijkantoor) in elke lidstaat.

De monetaire-beleidstransacties van het Eurosysteem worden decentraal uitgevoerd. Dankzij de zorgvuldige voorbereiding en efficiëntie van de informatiesystemen is deze methode zeer doelmatig en verlopen de transacties soepel. Het Eurosysteem heeft nog altijd enorm veel voordeel van de nauwe banden die de Nationale centrale banken in de afgelopen decennia met hun plaatselijke tegenpartijen hebben opgebouwd.

2. Onderpand

Conform Artikel 18.1 van de Statuten van het ESCB is het de ECB en de Nationale centrale banken toegestaan op de financiële markten te opereren door, rechtstreeks of door middel van repo's, beleenbare activa te kopen en verkopen, maar dienen alle krediettransacties van het Eurosysteem door toereikend onderpand te worden gedekt. Deze eis is bedoeld om het Eurosysteem te beschermen tegen financiële risico's. Dienovereenkomstig worden alle liquiditeitsverruimende transacties van het Eurosysteem verricht op basis van door de tegenpartijen verstrekte beleenbare activa.

Teneinde het Eurosysteem te vrijwaren van verliezen, de gelijke behandeling van tegenpartijen te waarborgen en de operationele doelmatigheid te verhogen, moeten beleenbare activa aan bepaalde voorwaarden voldoen om te mogen worden gebruikt bij de monetaire beleidstransacties van het Eurosysteem. Omwille van het beginsel van gelijke behandeling accepteert het Eurosysteem zowel

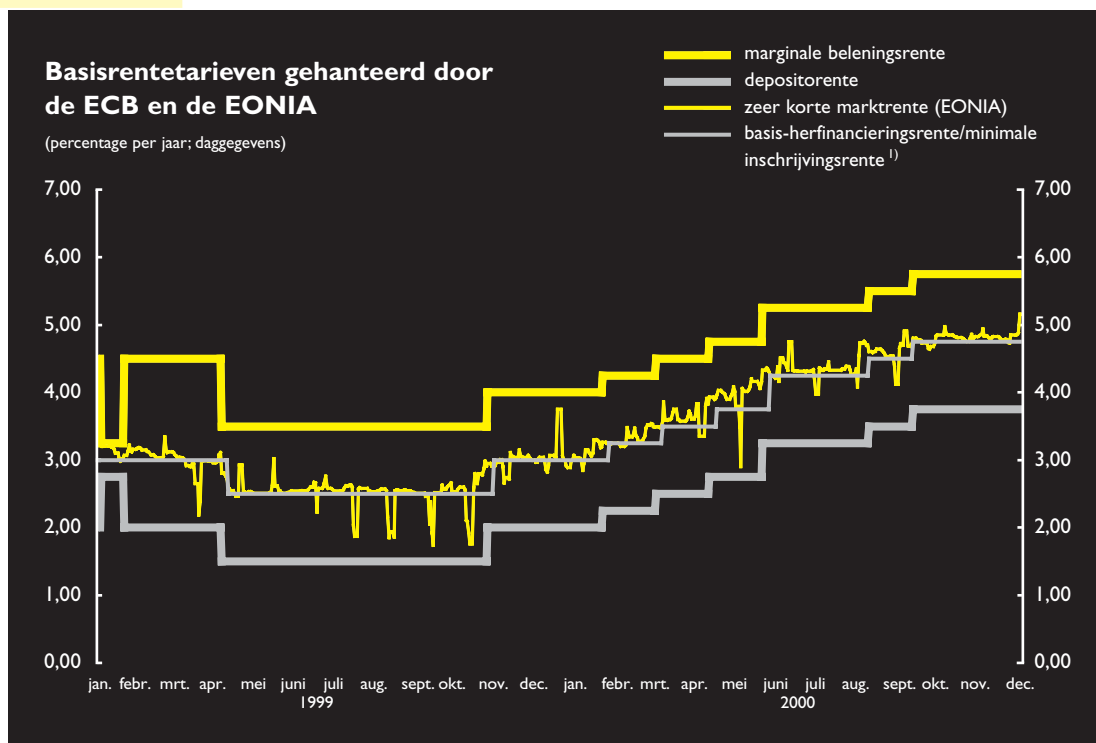
door de private als door de publieke sector uitgegeven schuldbewijzen als onderpand.

Vanwege de verschillen in financiële structuur tussen de lidstaten worden – met name om redenen die specifiek voor het Eurosysteem gelden – bij de krediettransacties van het Eurosysteem twee categorieën beleenbare activa onderscheiden. Deze twee categorieën worden “activa op de eerste lijst” en “activa op de tweede lijst” genoemd. De activa op de eerste lijst bestaan uit verhandelbare schuldtitels die voldoen aan uniforme, voor het hele eurogebied geldende en door de ECB omschreven beleenbaarheidscriteria. De activa op de tweede lijst bestaan uit aanvullende verhandelbare of niet-verhandelbare activa die van bijzonder belang zijn voor de nationale financiële markten en bancaire

systemen. De beleenbaarheidscriteria voor deze activa worden door de Nationale centrale banken in aansluiting op die van de ECB vastgesteld.

De tegenpartijen van het Eurosysteem mogen beleenbare activa voor grensoverschrijdende transacties gebruiken, oftewel mogen voor het verkrijgen van krediet van de Nationale centrale banken van de lidstaat waarin zij gevestigd zijn activa die zich in een andere lidstaat bevinden als onderpand gebruiken. Door dit mechanisme wordt gewaarborgd dat instellingen in het gehele eurogebied gebruik kunnen maken van alle op de eerste lijst en nationale, tweede lijst voorkomende activa. Ten slotte, zijn alle beleenbare activa onderworpen aan specifieke risicobeheersingmaatregelen die rekening houden met de praktijk van de markt.

Grafiek 4.1



1) Op 8 juni 2000 kondigde de ECB aan dat met ingang van de op 28 juni 2000 te verevenen transactie de basisherfinancieringstransacties zouden worden verricht als variabele-rentetenders. De minimale inschrijvingsrente verwijst naar de minimale rente waartegen tegenpartijen mogen inschrijven. Vóór 28 juni 2000 werden de basis-herfinancieringstransacties verricht als vaste-rentetenders (zie paragraaf 4.3).

bovengrens, vormt de rentevoet voor de depositofaciliteit doorgaans een ondergrens voor zeer korte marktrente. De instrumenten worden nader onder de loep genomen in paragraaf 4.5.

Door de rente op de permanente faciliteiten vast te stellen, legt de Raad van Bestuur tevens de bandbreedte vast waarbinnen de zeer korte marktrente kan fluctueren. Grafiek 4.1, die de ontwikkeling laat zien van de basisrentetarieven van de ECB vanaf het begin van de derde fase van de EMU, toont tevens hoe de rente op de permanente faciliteiten heeft gezorgd voor een boven- en een benedengrens aan de zeer korte marktrente (EONIA).³

Zoals valt op te maken uit Grafiek 4.1, heeft de EONIA zich dichtbij de rente voor de basisherfinancieringstransacties bevonden. Hiermee wordt het belang van deze transacties als het belangrijkste monetaire-beleidsinstrument van het Eurosysteem geïllustreerd. De door de grafiek getoonde schommelingen van de EONIA weerspiegelen in hoge mate tijdelijke periodes waarin de liquiditeitsverhoudingen op de geldmarkt krap of ruim zijn (zie paragraaf 4.4). Grafiek 4.1 laat tevens zien dat de EONIA een patroon van incidentele pieken kent. Deze twee kenmerken van de EONIA houden verband met het stelsel van reserveverplichtingen van het Eurosysteem (zie paragraaf 4.4). Het verschil tussen de rente op de marginale beleenings- en de depositofaciliteit en de verschillen tussen de rente op de permanente faciliteiten en de basisherfinancieringstransacties bleven tussen april 1999 en december 2000 ongewijzigd. Zoals te zien is aan Grafiek 4.1 kunnen de verschillen tussen de rentevoeten op de twee permanente faciliteiten variëren en is de daardoor bepaalde bandbreedte incidenteel ook asymmetrisch geweest ten opzichte van de rente op de basisherfinancieringstransacties.

4.3 Open-markttransacties

Voor wat betreft doelstelling, frequentie en procedure kunnen de open-markttransacties van het Eurosysteem in vier categorieën worden verdeeld: basis-herfinancieringstransacties, langerlopende herfinancieringstransacties, “fine-tuning”-transacties en structurele transacties (zie Tabel 4.1 en Kader 4.2).

Basis-herfinancieringstransacties

De basis-herfinancieringstransacties vormen, zoals hierboven vermeld, het belangrijkste type open-markttransactie van het Eurosysteem. Zij spelen een sleutelrol in het sturen van de rente, het beheersen van de liquiditeitsverhoudingen in de markt en het afgeven van signalen omtrent de koers van het monetaire beleid. Zij voorzien tevens in het overgrote deel van de liquiditeitsbehoefte van de financiële sector. De basis-herfinancieringstransacties worden gedecentraliseerd uitgevoerd, namelijk door de Nationale centrale banken.

³ De EONIA (euro overnight index average) wordt medegegeeld door de European Banking Federation (EBF). EONIA is een gewogen gemiddelde van de rente over in euro luidende girale deposito's zonder onderpand, zoals berekend door een panel van banken die het meest actief zijn op de geldmarkt.

Bandbreedte van rente op permanente faciliteiten

EONIA, de basisrentetarieven zoals vastgesteld door de ECB en het stelsel van reserveverplichtingen

Vier categorieën open-markttransacties

Functie van de basisherfinancieringstransacties

Standaardtenders

Basis-herfinancieringstransacties zijn liquiditeitsverruimend, worden wekelijks verricht met een looptijd van twee weken en worden uitgevoerd als standaardtenders. Binnen het operationele kader van het Eurosysteem duidt de term 'standaard' op tendertransacties die volgens een van tevoren aangekondigd schema worden verricht en binnen 24 uur, gerekend vanaf de aankondiging tot en met de bekendmaking van het toewijzingsresultaat, hun beslag krijgen. Alle tegenpartijen die aan de hiervoor geldende algemene voorwaarden voldoen, kunnen aan deze transacties deelnemen. Potentiële tegenpartijen van het Eurosysteem zijn in beginsel alle in het eurogebied gevestigde kredietinstellingen (zie Kader 4.1).

Vaste- en variabele-rentetenders

Het Eurosysteem kan zijn tenders in de vorm van vaste- of variabele-rentetenders uitvoeren. In het eerste geval wordt de rentevoet vooraf door de Raad van Bestuur bekendgemaakt en geven deelnemende tegenpartijen het bedrag op waarvoor zij tegen die vaste rentevoet een transactie wensen aan te gaan. In het tweede geval doen tegenpartijen opgave van zowel het bedrag waarvoor als de rentevoet waartegen zij een transactie willen aangaan. De Raad van Bestuur kan een minimale inschrijvingsrente voor variabele-rentetenders vaststellen om een signaal af te geven omtrent het te voeren monetaire beleid. Bij beide tenderprocedures bepaalt de ECB hoeveel liquiditeit beschikbaar wordt gesteld. In geval van een vaste-rentetender houdt dit doorgaans in dat toewijzing op basis van de inschrijvingen geschiedt en in evenredigheid met de verhouding tussen het totale ingeschreven bedrag en de in totaal toe te wijzen liquiditeit. In een variabele-rentetender worden inschrijvingen met de hoogste rente allereerst toegewezen, gevolgd door die met de naastlagere rentevoet, totdat het totale bedrag aan te verschaffen liquiditeit is uitgeput. Bij de laagst geaccepteerde rentevoet waarop wordt ingeschreven, ofwel de 'marginale rentevoet van toewijzing', worden inschrijvingen toegewezen in evenredigheid met het door de ECB voor toewijzing vastgesteld bedrag.

Enkelvoudige- en meervoudige-renteprocedures

Variabele rentetenders kennen twee varianten. In veilingen die volgens een op een enkelvoudige rentevoet gebaseerde toewijzingsprocedure verlopen, wordt de marginale rentevoet toegepast op alle toegewezen inschrijvingen. Bij een toewijzingsprocedure op basis van een meervoudige rentevoet is de rentevoet voor elke afzonderlijke inschrijving gelijk aan de rentevoet die bij de inschrijving is opgegeven.

In 1999 en 2000 gebruikte tenderprocedures

Het Eurosysteem heeft van begin 1999 tot en met juni 2000 de basis-herfinancieringstransacties verricht als vaste-rentetenders. Sinds 27 juni 2000 worden de basis-herfinancieringstransacties verricht als variabele-rentetenders met een minimale inschrijvingsrente door middel van een op een meervoudige rentevoet gebaseerde toewijzingsprocedure. De reden voor deze wijziging was gelegen in de buitensporige overschrijvingen bij de basis-herfinancieringstransacties met vaste rentevoet, ten gevolge van een brede, aanhoudende marge tussen de geldmarktrente en de vaste rente die begin 2000 voor de basis-herfinancieringstransacties gold (zie Grafiek 4.1). Deze marge was op zijn beurt vooral het gevolg van verwachtingen in de markt van een verdere stijging van de basisrentetarieven van de ECB, met name in het voorjaar van 2000. De marge tussen de marktrente en de basis-herfinancieringsrente van de ECB maakte het voor banken heel aantrekkelijk om liquiditeit te verkrijgen van de centrale bank en leidde tot zeer hoge inschrijvingen. Variabele rentetenders, daarentegen, zetten banken niet aan tot het doen van over-

schrijvingen, omdat zij een hogere prijs zouden moeten betalen naarmate ze meer liquiditeit willen verkrijgen.

Na de overgang op variabele rentetenders maakte het Eurosysteem wekelijks de geraamde liquiditeitsbehoefte van het bankwezen bekend voor de periode lopend tot aan de dag waarop de volgende basis-herfinancieringstransactie haar beslag krijgt. De publicatie van deze raming helpt de tegenpartijen hun inschrijving voor te bereiden voor de eerstvolgende basis-herfinancieringstransactie. De factoren die de liquiditeitsbehoefte van het bankwezen bepalen, staan beschreven in paragraaf 4.6.

Langerlopende herfinancieringstransacties

Naast de wekelijkse basis-herfinancieringstransacties voert het Eurosysteem tevens langerlopende herfinancieringstransacties uit met een maandelijkse frequentie en een looptijd van drie maanden. Deze transacties zijn bedoeld om langerlopende liquiditeit te verschaffen aan het bankwezen. Dit wordt nuttig geacht omdat hiermee wordt voorkomen dat de in de geldmarkt benodigde liquiditeit om de twee weken opnieuw moet worden verschaft en omdat de tegenpartijen hiermee toegang hebben tot langerlopende financiering. Evenals de basis-herfinancieringstransacties worden deze langerlopende herfinancieringstransacties gedecentraliseerd uitgevoerd als standaardtenders, waaraan alle tegenpartijen die aan de geldende algemene criteria voldoen, mogen deelnemen (zie Kader 4.1).

Aangezien het niet wenselijk werd geacht dat het Eurosysteem de geldmarktrente op meer dan een punt in het looptijdenspectrum kon beïnvloeden, zijn de langerlopende herfinancieringstransacties zodanig opgezet dat het Eurosysteem bij deze transacties als “rentenemer” optreedt. Teneinde het door de basis-herfinancieringstransacties van het Eurosysteem afgegeven signaal niet te vertroebelen, worden de langerlopende herfinancieringstransacties uitgevoerd in de vorm van variabele-rentetenders met vooraf aangekondigde toewijzingsvolumes. De Raad van Bestuur kondigt vooraf het bij de komende tenders toe te wijzen bedrag aan. De omvang hiervan is zodanig dat door deze transacties slechts deels aan de totale liquiditeitsbehoefte van het bankwezen tegemoet kan worden gekomen.

De langerlopende transacties namen in 1999 en 2000 gemiddeld 26% van het uitstaande bedrag aan open-markttransacties voor hun rekening. In de eerste twee maanden van 1999 werden de langerlopende herfinancieringstransacties uitgevoerd als variabele rentetenders via een op een enkelvoudige rentevoet gebaseerde toewijzingsprocedure. Na maart 1999 werden deze transacties verricht als variabele rentetenders volgens een op een meervoudige rentevoet gebaseerde procedure.

“Fine-tuning”-transacties

Het Eurosysteem kan ook open-markttransacties uitvoeren op ad hoc basis, “fine-tuning”-transacties geheten. De frequentie en looptijd van dergelijke transacties zijn niet gestandaardiseerd. “Fine-tuning”-transacties kunnen liquiditeitsverkrappend of -verruimend zijn en dienen om de liquiditeitsverhoudingen te reguleren en de rente op de geldmarkt te sturen, in het bijzonder om de rente-effecten van onverwachte

Publicatie van liquiditeitsbehoefte

Langerlopende herfinancieringstransacties

Het Eurosysteem als “rentenemer”

Extra liquiditeitsverschaffing

“Fine-tuning”-transacties

liquiditeitsfluctuaties in de markt te egaliseren. “Fine-tuning”-transacties kennen de volgende vormen: transacties met wederinkoop, rechtstreekse transacties, deviezen-swaps en het aantrekken van termijndeposito’s (alle beschreven in Kader 4.2). Eind 2000 had het Eurosysteem slechts twee “fine-tuning”-transacties uitgevoerd.

Kader 4.2

De verschillende soorten open-markttransactie

Transacties met wederinkoop vormen het belangrijkste open-marktinstrument van het Eurosysteem en kunnen worden gebruikt voor verschillende soorten liquiditeitverruimende open-markttransacties. Het Eurosysteem beschikt over nog drie andere instrumenten voor het verrichten van “fine-tuning”-transacties: rechtstreekse aan- of verkopen van waardepapier, deviezenswaps en het aantrekken van termijndeposito’s. Verder kan de ECB ook bij wijze van structurele transactie schuldbewijzen uitgeven (zie Tabel 4.1).

1 *Transacties met wederinkoop*

Transacties met wederinkoop zijn transacties waarbij het Eurosysteem krachtens een repo-overeenkomst beleenbare activa aan- of verkoopt, of krediet verleent tegen beleenbare activa als onderpand. Transacties met wederinkoop worden gebruikt bij basis-herfinancieringstransacties en langerlopende herfinancieringstransacties. Daarnaast kan het Eurosysteem transacties met wederinkoop verrichten voor structurele en “fine-tuning”-transacties.

Bij transacties met wederinkoop in de vorm van repo’s komt het verschil tussen de aankoopprijs en de wederinkoopprijs overeen met de verschuldigde rente op het geleende of uitgeleende geldbedrag over de looptijd van de transactie, zodat de te betalen rente is begrepen in de wederinkoopprijs. Bij een transactie met wederinkoop in de vorm van een lening tegen onderpand wordt de rente bepaald door de vastgestelde rentevoet toe te passen op het bedrag van het krediet over de looptijd van de transactie.

2 *Rechtstreekse aan- of verkopen van waardepapier*

Rechtstreekse aan- of verkopen van waardepapier zijn transacties waarbij het Eurosysteem beleenbare activa rechtstreeks in de markt koopt of verkoopt. Deze transactiesoort is alleen beschikbaar voor structurele en “fine-tuning”-doeleinden.

3 *Deviezenswaps*

Deviezenswaps voor monetaire-beleidsdoeleinden bestaan uit een gelijktijdige contante transactie en een termijntransactie in euro’s tegen een vreemde valuta. Een dergelijke transactie kan worden gebruikt voor “fine-tuning”-doeleinden, hoofdzakelijk om de liquiditeitsverhoudingen in de markt te beheersen en de rente te sturen.

4 *Aantrekken van termijndeposito’s*

Het Eurosysteem kan tegenpartijen in de gelegenheid stellen rentedragende deposito’s met een vaste looptijd aan te houden bij de nationale centrale bank van de lidstaat van vestiging van de tegenpartij. Het is de bedoeling dat dit instrument alleen wordt gebruikt voor “fine-tuning”-doeleinden om liquiditeiten aan de markt te onttrekken.

5 *Uitgifte van ECB-schuldbewijzen*

De ECB kan schuldbewijzen uitgeven ter beïnvloeding van de structurele positie van het Eurosysteem ten opzichte van de financiële sector teneinde aldus een liquiditeitstekort in de markt te bewerkstelligen of te vergroten.

Vanwege hun functie worden “fine-tuning”-transacties doorgaans uitgevoerd via ‘snelle’ tenders. Deze tenders krijgen hun beslag binnen een uur, gerekend vanaf de aankondiging van de tender tot de bekendmaking van het toewijzingsresultaat. “Fine-tuning”-transacties kunnen ook worden uitgevoerd door middel van bilaterale procedures, waarbij het Eurosysteem een transactie verricht met een of enkele tegenpartijen zonder gebruikmaking van een tenderprocedure.

Met het oog op de potentiële behoefte aan snelle actie in het geval van onverwachte marktontwikkelingen is het wenselijk dat het Eurosysteem een hoge mate van flexibiliteit behoudt bij de invulling van de “fine-tuning”-transacties. Deze transacties worden gedecentraliseerd – dus door de nationale centrale banken – uitgevoerd, maar de Raad van Bestuur kan in uitzonderlijke situaties besluiten deze taak aan de ECB over te laten. Om operationele redenen mag slechts een beperkt aantal tegenpartijen deelnemen aan “fine-tuning”-transacties.

Structurele transacties

Het operationele kader biedt het Eurosysteem tevens de mogelijkheid om ‘structurele transacties’ te verrichten ter beïnvloeding van de structurele liquiditeitspositie van het Eurosysteem ten opzichte van het bankwezen, ofwel het bedrag aan liquiditeit in de markt op de langere termijn. Deze transacties kunnen de vorm krijgen van transacties met wederinkoop, rechtstreekse aan- of verkopen van waardepapier, of de uitgifte van schuldbewijzen (zie Kader 4.2). Eind 2000 had het Eurosysteem geen enkele structurele transactie verricht. Structurele transacties kunnen in beginsel liquiditeitsverruimend of –verkrappend zijn en plaatshebben met regelmatige of onregelmatige frequentie. Structurele transacties kunnen worden uitgevoerd door middel van standaardtenders zonder gestandaardiseerde looptijd. De uitvoering geschiedt gedecentraliseerd en deelname hieraan staat open voor alle tegenpartijen die aan de hiervoor geldende criteria voldoen.

4.4 Reserveverplichtingen

Beschrijving van het systeem

De ECB eist dat kredietinstellingen op rekeningen bij de Nationale centrale banken reserves aanhouden, reserveverplichtingen geheten.⁴ Het door elke instelling aan te houden bedrag aan minimumreserves wordt bepaald aan de hand van de reservebasis van de instelling. De reservebasis wordt bepaald aan de hand van de balansposten van die instelling. Tabel 4.2 laat de belangrijkste passiva zien die in de reservebasis zijn opgenomen.

Hierbij dient benadrukt te worden dat passiva ten opzichte van andere kredietinstellingen die voorkomen op de lijst van reserveplichtige instellingen en passiva ten opzichte van de ECB en de Nationale centrale banken niet in de reservebasis zijn opgenomen.

⁴ Het juridische kader voor het stelsel van reserveverplichtingen van het Eurosysteem is gebaseerd op Artikel 19 van de Statuten van het ESCB en uitgewerkt in verscheidene rechtshandelingen. De belangrijkste hiervan vormen de Raadsverordening (EG) Nr. 2531/98 inzake de toepassing van reserveverplichtingen door de ECB en de geamendeerde versie (ECB/1998/15) van ECB Verordening Nr. 2818/98 inzake de toepassing van reserveverplichtingen.

Snelle tenders en bilaterale procedures

Hoge mate van flexibiliteit

Structurele transacties

Verplichte reserves en de reservebasis

Tabel 4.2

In de reservebasis opgenomen passiva van kredietinstellingen

(niveaus per eind december 2000; EUR miljard)

A. Passiva waarop een positieve reserveratio van toepassing is

Deposito's (inclusief girale deposito's, deposito's met een vaste looptijd tot en met twee jaar, en deposito's met een opzegtermijn tot en met twee jaar)	5.711
Uitgegeven schuldbewijzen met een looptijd tot en met twee jaar	137
Geldmarktpapier	187
Totaal (A)	6.035

B. Passiva waarop een reserveratio van nul van toepassing is

Deposito's (inclusief deposito's met een vaste looptijd van meer dan twee jaar en deposito's met een opzegtermijn van meer dan twee jaar)	1.274
Uitgegeven schuldbewijzen met een vaste looptijd van meer dan twee jaar	2.234
Repo's	528
Totaal (B)	4.036
Totaal reservebasis (A) + (B)	10.071

4 Het juridische kader voor het stelsel van reserveverplichtingen van het Eurosysteem is gebaseerd op Artikel 19 van de Statuten van het ESCB. De uitwerking van dit stelsel is vastgelegd in enkele verordeningen, met name de Raadsverordening (EG) nr. 2531/98 inzake de toepassing van reserveverplichtingen door de Europese Centrale Bank en de geamendeerde versie (ECB/1998/15) van Verordening (EG) nr. 2818/98 van de Europese Centrale Bank inzake de toepassing van de reserveverplichtingen.

Reserveratio

Ter bepaling van de reserveverplichtingen van een instelling wordt de reservebasis vermenigvuldigd met een reserveratio. De ECB past op het merendeel van de in de reservebasis begrepen posten een eensluidende positieve reserveratio toe. Deze reserveratio werd bij de start van de derde fase van de EMU vastgesteld op 2%. De meeste kortlopende passiva op de balans van kredietinstellingen zijn onderworpen aan een positieve reserveratio. Zoals valt af te lezen aan Tabel 4.2, geldt een positieve reserveratio noch voor langlopende passiva, noch voor repo's.

Vaste aftrek

Zoals hierboven vermeld, worden de reserveverplichtingen voor elke instelling afzonderlijk berekend door op de reservebasis de reserveratio's toe te passen. Instellingen kunnen een vaste aftrek in de vorm van een vast bedrag toepassen op hun reserveverplichtingen. Bij de start van de derde fase van de EMU hadden zij recht op een aftrek van € 100.000. Deze aftrek is bedoeld om de administratieve kosten verbonden aan het beheer van zeer geringe reserveverplichtingen te beperken.

Middelingsvoorzieningen en de reserve-aanhoudingsperiode

Om aan hun reserveverplichtingen te voldoen, dienen kredietinstellingen tegoeden aan te houden op hun lopende rekeningen bij de nationale central banken. Het stelsel van reserveverplichtingen van het Eurosysteem stelt in dit kader tegenpartijen in staat gebruik te maken van een middelingsvoorziening. Dit houdt in dat de bepaling of een instelling al dan niet aan de reserveverplichtingen voldoet, geschiedt op grond

van het gemiddelde van de op de reserverekeningen van tegenpartijen aangehouden dagtegoeden gedurende een reserve-aanhoudingsperiode van één maand. Aanhoudingsperiodes vangen maandelijks aan op de 24^{ste} kalenderdag en eindigen op de 23^{ste} dag van de volgende maand.

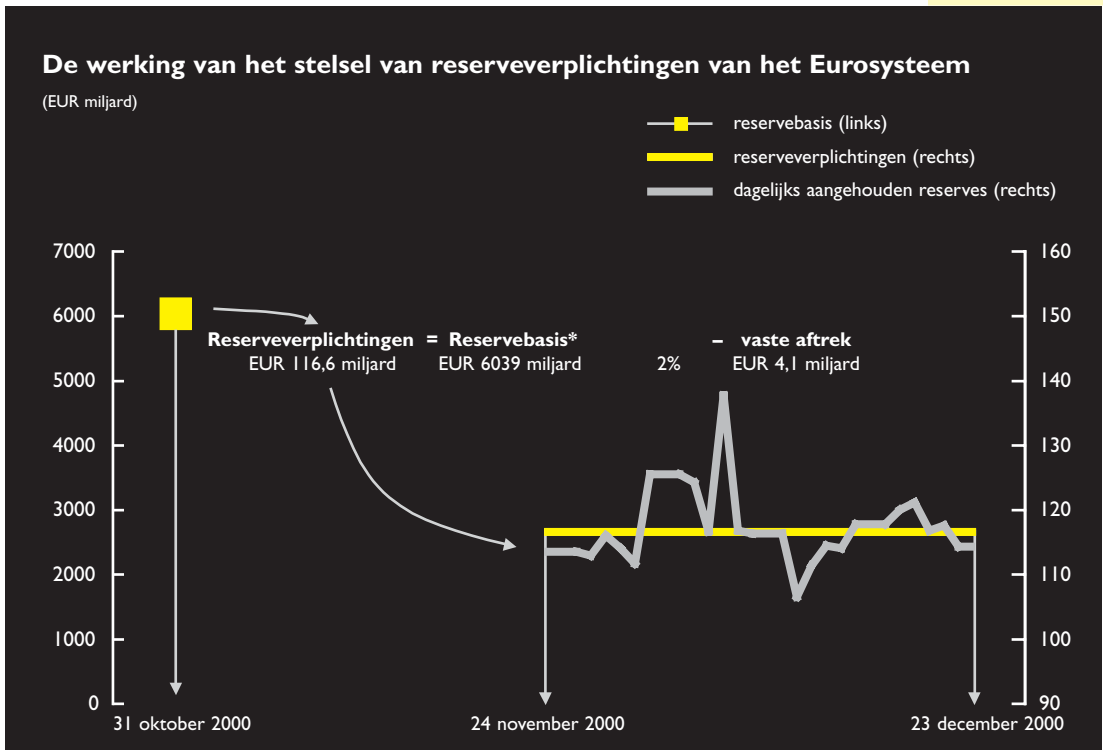
Het Eurosysteem heeft zich ten doel gesteld te zorgen dat het stelsel van reserveverplichtingen noch een belasting vormt voor het bankwezen in het eurogebied, noch een efficiënte toewijzing van middelen in de weg staat. Om deze reden worden de verplicht door de kredietinstellingen aangehouden reserves vergoed tegen een rentevoet die overeenkomt met de gemiddelde over de aanhoudingsperiode geldende marginale rentevoet voor de basis-herfinancieringstransacties. Deze rentevoet wijkt daarom nauwelijks af van de kortetrente.

Grafiek 4.2 laat bij wijze van voorbeeld zien hoe de reserveverplichtingen voor de aanhoudingsperiode die liep van 24 november tot 23 december 2000 werden bepaald. In dit voorbeeld wordt de reservebasis van de kredietinstellingen bepaald door de passiva zoals opgenomen in hun balans per 31 oktober 2000. De reserveverplichtingen voor de genoemde aanhoudingsperiode worden bepaald door toepassing van de 2%-reserveratio op de relevante reservebasis en aftrek van een vast bedrag. De grijze lijn in Grafiek 4.2 geeft aan hoe het principe van middelingsvoorzieningen in het stelsel van reserveverplichtingen van het Eurosysteem in zijn werk gaat. Het tegoeed dat kredietinstellingen op hun lopende rekening aanhouden kan vrijelijk schommelen rond de reserveverplichtingen, maar dient gemiddeld tenminste

Rentevergoeding over verplichte reserves

Bepaling van reserveverplichtingen

Grafiek 4.2



Bron: ECB.

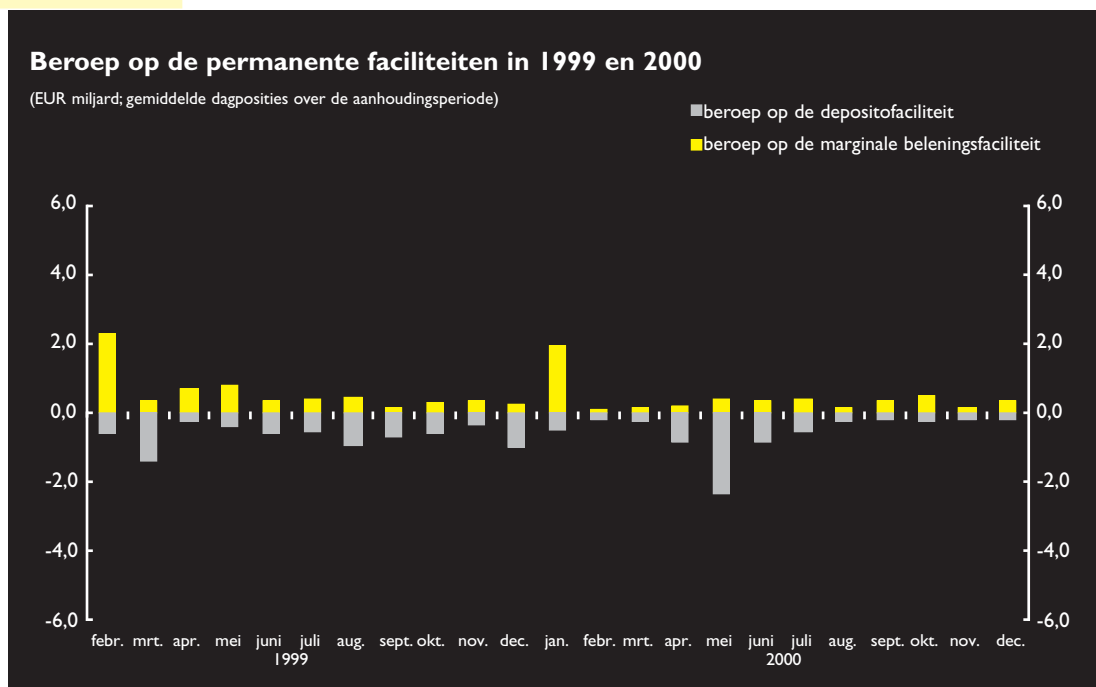
gelijk te zijn aan de reserveverplichtingen voor de gehele aanhoudingsperiode. In het voorbeeld bedroeg het tegoed dat kredietinstellingen aanhielden op hun lopende rekening binnen het Eurosysteem gemiddeld € 117,2 miljard, wat betekent dat de reserveverplichtingen van € 116,6 miljard met € 0,6 miljard werden overschreden.

Doelstellingen

Het stelsel van reserveverplichtingen dient in eerste instantie om de geldmarktrente te stabiliseren. Hierin wordt voorzien door de middelingsfaciliteit. Deze voorziening stelt kredietinstellingen in staat om de effecten van dagelijkse fluctuaties in liquiditeitsverhoudingen (bijv. door schommelingen in de vraag naar bankbiljetten) te egaliseren. Tijdelijke onevenwichtigheden in de reserveverplichtingen kunnen namelijk ongedaan worden gemaakt door tegengestelde onevenwichtigheden in de reserveverplichtingen binnen dezelfde aanhoudingsperiode. De middelingsfaciliteit houdt tevens in dat kredietinstellingen kunnen profiteren van een periode waarin de kortste geldmarktrente hoger is dan de voor de verdere aanhoudingsperiode verwachte rente door geld in de geldmarkt uit te lenen en een lager dan gemiddeld tegoed op hun reserverekening aan te houden. In het tegenovergestelde scenario kunnen zij op de markt leningen afsluiten en een overschot op hun reserveverplichtingen aanhouden. In theorie moet deze “tussentijdse arbitrage” bewerkstelligen dat het niveau van de kortste marktrente gedurende de aanhoudingsperiode gelijk is aan het verwachte niveau van de kortste marktrente aan het einde van de aanhoudingsperiode. Dit mechanisme stabiliseert de zeer korte marktrente tijdens de aanhoudingsperiode en voorkomt zodoende dat de centrale bank regelmatig interventies moet verrichten op de geldmarkt. De middelingsbepaling functioneert heel soepel tijdens de aanhou-

Stabilisering van
geldmarktrentevoeten

Grafiek 4.3



Bron: ECB.

NB: De x-as verwijst naar de maand waarin een aanhoudingsperiode afliep (de eerste aanhoudingsperiode liep pas in februari 1999 af).

dingsperiode. Tegen het einde van die periode, echter, wordt de reserveverplichting bindend en beschikken de banken niet langer over de mogelijkheid om hun liquiditeitsoverschot of -tekort vooruit te schuiven. Dit verklaart de pieken in de EONIA-curve aan het eind van elke aanhoudingsperiode (zie Grafiek 4.1).

Een tweede belangrijke functie die wordt toegekend aan het stelsel van reserveverplichtingen is de vergroting van het structurele liquiditeitstekort van het bankwezen. De verplichting die kredietinstellingen hebben om reserves aan te houden bij de nationale centrale banken draagt bij aan de stijging van de vraag naar herfinanciering door de centrale banken, wat het op zijn beurt weer gemakkelijker maakt voor de ECB om de geldmarktrente te sturen via regelmatige liquiditeitsverruimende transacties.

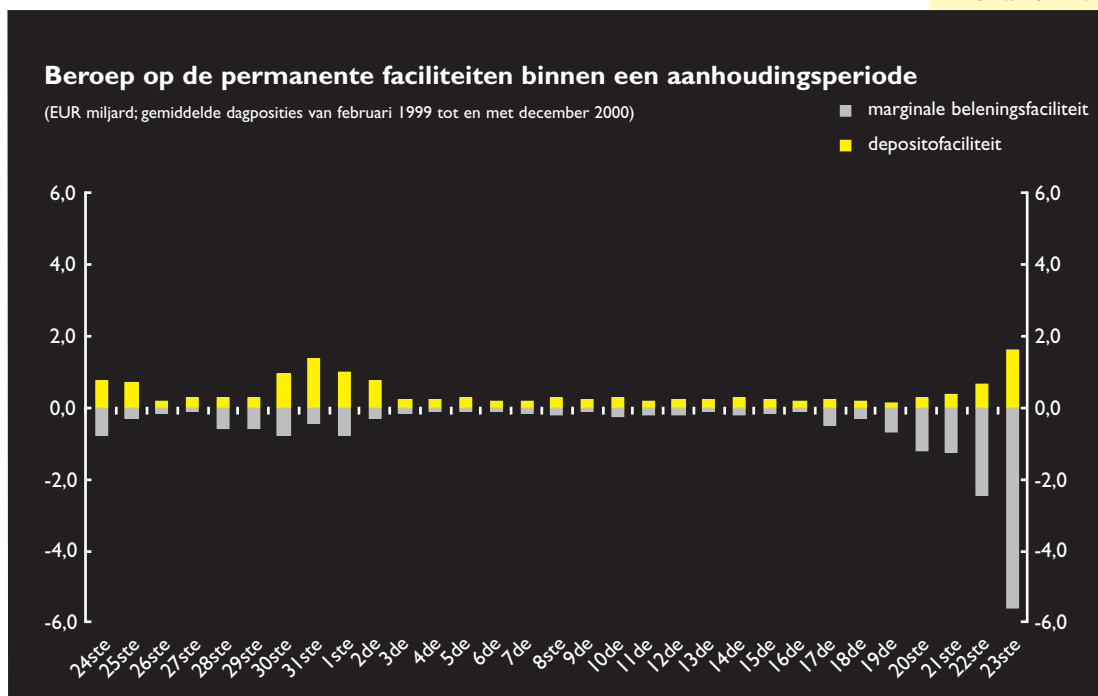
4.5 Permanente faciliteiten

Zoals hierboven vermeld, voorziet het monetaire beleid van het Eurosysteem ook in het vaststellen van de rente op de permanente faciliteiten. Door een beroep te doen op de permanente faciliteiten kunnen de tegenpartijen op eigen initiatief liquiditeiten met een zeer korte looptijd verschaffen en aantrekken. Aan de daarvoor in aanmerking komende tegenpartijen staan twee permanente faciliteiten ter beschikking: de marginale beleningsfaciliteit en de depositofaciliteit. Door de in vergelijking met de marktrentes doorgaans ongunstige rentetarieven worden banken niet gestimuleerd om gebruik te maken van de permanente faciliteiten.

Verhoging van het structurele liquiditeitstekort

Marginale beleningsfaciliteit en depositofaciliteit

Grafiek 4.4



Bron: ECB.

Belangrijk in
uitzonderlijke
omstandigheden...

...en aan het eind van
reserve-aanhoudings-
periode

Het Eurosysteem als
liquiditeitsverschaffer

Geconsolideerde balans
van het Eurosysteem

Activa

Grafiek 4.3 toont een overzicht van het gemiddelde dagelijkse beroep op de permanente faciliteiten in 1999 en 2000. Uit het feit dat dit doorgaans onder € 1 miljard bleef, blijkt dat deze faciliteiten slechts dienen om in uitzonderlijke omstandigheden liquiditeiten te verschaffen of aan te trekken. De invoering van de girale euro begin 1999 en de overgang op het jaar 2000 waren voorbeelden van dergelijke uitzonderlijke situaties en dienen als verklaring voor het betrekkelijk grote beroep dat werd gedaan op de marginale beleningsfaciliteit in de aanhoudingsperioden die respectievelijk in februari 1999 en januari 2000 afliepen.⁵

Grafiek 4.4 laat het standaard patroon van het beroep op de permanente faciliteiten binnen een reserve-aanhoudingsperiode zien. Zoals valt af te lezen aan de grafiek, is het beroep op de permanente faciliteiten het grootst tegen het einde van een dergelijke periode.⁶ Dit is het gevolg van het middelingsmechanisme van het stelsel van minimumreserveverplichtingen dat kredietinstellingen toestaat dagelijks liquiditeitstekorten en -overschotten te hebben en nakoming van die reserveverplichtingen te vervroegen of uit te stellen tot aan het einde van de aanhoudingsperiode. De reserveverplichtingen worden pas dwingend op de laatste dag van de aanhoudingsperiode, wanneer liquiditeitstekorten of -overschotten niet langer kunnen worden gecompenseerd door tegenovergestelde onevenwichtigheden binnen dezelfde aanhoudingsperiode.

4.6 Door de centrale bank verschafte liquiditeiten en de liquiditeitsbehoefte van het bankwezen

Samengevat bestaat het operationele kader uit een stelsel van instrumenten en procedures waarvan een centrale bank zich bedient om de rente te sturen, monetaire beleidssignalen af te geven en de liquiditeiten op de geldmarkt te beheren. Het bankwezen in het eurogebied heeft, met name vanwege zijn behoefte aan bankbiljetten en zijn reserveverplichtingen, een geaggregeerd liquiditeitstekort en is afhankelijk van herfinanciering door het Eurosysteem. In deze omgeving treedt het Eurosysteem op als verschaffer van liquiditeiten en kan het vanuit die positie de geldmarktrente sturen en monetaire-beleidsimpuls geven aan het gehele eurogebied. De interactie tussen het Eurosysteem en het bankwezen blijkt duidelijk uit een geconsolideerde balans van het Eurosysteem. Tabel 4.3 toont een gestandaardiseerde centrale-bankbalans in eenvoudige vorm.

Aan de actiefzijde bevinden zich de drie belangrijkste liquiditeitverruimende posten: “herfinanciering van kredietinstellingen”, “marginale beleningsfaciliteit” en “extern vermogen”. Met “herfinanciering van kredietinstellingen” wordt verwezen naar het uitstaande bedrag aan liquiditeitverruimende open-markttransacties. In het geval van het Eurosysteem worden hierin altijd de basis- en de langerlopende herfinancieringstransacties begrepen. Liquiditeitverruimende “fine-tuning”- en structurele transacties vallen eveneens onder deze post. De “marginale beleningsfaciliteit” heeft

5 De eerste aanhoudingsperiode duurde langer dan normaal, te weten van 1 januari 1999 tot en met 23 februari 1999.

6 Grafiek 4.4 laat ook zien dat het beroep op de permanente faciliteiten tegen het eind van de maand betrekkelijk groot was. Dit kwam echter grotendeels door de bijzondere omstandigheden die golden tijdens de overgang naar het jaar 2000.

Samenstelling van een centrale-bankbalans
Een gestandaardiseerde centrale-bankbalans:

ACTIVA	PASSIVA
Herfinanciering van kredietinstellingen	Door kredietinstellingen op rekeningen-courant (reserves)
Marginale beleningsfaciliteit	Depositofaciliteit
Extern vermogen	Bankbiljetten in omloop
	Overheidsdeposito's
	Overige factoren (netto)
Bovenstaande posten kunnen als volgt worden gerangschikt:	
LIQUIDITEITVERRUIMING DOOR MIDDEL VAN MONETAIRE-BELEIDSTRANSACTIES "herfinanciering van kredietinstellingen" <i>plus</i> "marginale beleningsfaciliteit" <i>minus</i> "depositofaciliteit"	
is gelijk aan	
AUTONOME FACTOREN "bankbiljetten in omloop" <i>plus</i> "overheidsdeposito's" <i>minus</i> "extern vermogen" <i>plus</i> "overige factoren (netto)"	
plus	
RESERVES "door kredietinstellingen op rekeningen-courant aangehouden tegoeden"	

betrekking op krediet tot de volgende ochtend zoals verstrekt door de centrale bank aan kredietinstellingen die een beroep mogen doen op deze faciliteit. "Extern vermogen", ten slotte, staat voor in vreemde valuta luidende activa van de centrale bank, geschoond voor in vreemde valuta luidende passiva van de centrale bank.

Aan de passiefzijde bevinden zich vijf hoofdposten, te weten "door kredietinstellingen op rekeningen-courant aangehouden tegoeden", de "depositofaciliteit", "bankbiljetten in omloop", "overheidsdeposito's" en "andere netto factoren". Met "door kredietinstellingen op rekeningen-courant aangehouden tegoeden" worden de tegoeden van kredietinstellingen bedoeld die bij de centrale bank worden aangehouden om te voldoen aan de vereveningsverplichtingen in verband met interbancaire transacties en aan de reserveverplichtingen (ook wel aangeduid als "reserves"). De "depositofaciliteit" betreft het totale beroep dat op deze permanente faciliteit wordt gedaan. "Bankbiljetten" duidt op de hoeveelheid door de centrale bank op verzoek van kredietinstellingen in omloop gebrachte bankbiljetten en is doorgaans de grootste post aan de passiefzijde. Onder "overheidsdeposito's" vallen de rekening-couranttegoeden

Passiva

Tabel 4.4

Bijdragen aan de liquiditeit van het bankwezen

(EUR miljard; daggemiddelden voorraden van 24 november tot en met 23 december 2000)

	Liquiditeit- verruimend (activa)	Liquiditeit- verkrappend (passiva)	Netto bijdrage
Monetaire-beleidstransacties van het Eurosysteem			
Basisherfinancieringstransacties	210,4	-	+210,4
Langerlopende herfinancieringstransacties	45,0	-	+45,0
Permanente faciliteiten	0,4	0,4	+0,0
Overige transacties ¹⁾	0,0	0,0	0,0
TOTAAL (a)	255,7	0,4	255,4
Autonome factoren die van invloed zijn op de liquiditeit van het bankwezen			
Bankbiljetten in omloop	-	360,4	-360,4
Overheidsdeposito's bij het Eurosysteem	-	61,1	-61,1
Extern vermogen	394,4	-	+394,4
Overige factoren (netto)	-	111,1	-111,1
TOTAAL (b)	394,4	532,6	-138,2
Reserves = door kredietinstellingen op rekeningen-courant bij het eurosysteem aangehouden tegoeden			
Verplichte reserves (c)			116,6
Overreserves (d)			0,6
TOTAAL (a) + (b) = (c) + (d)			117,2

Bron: ECB.

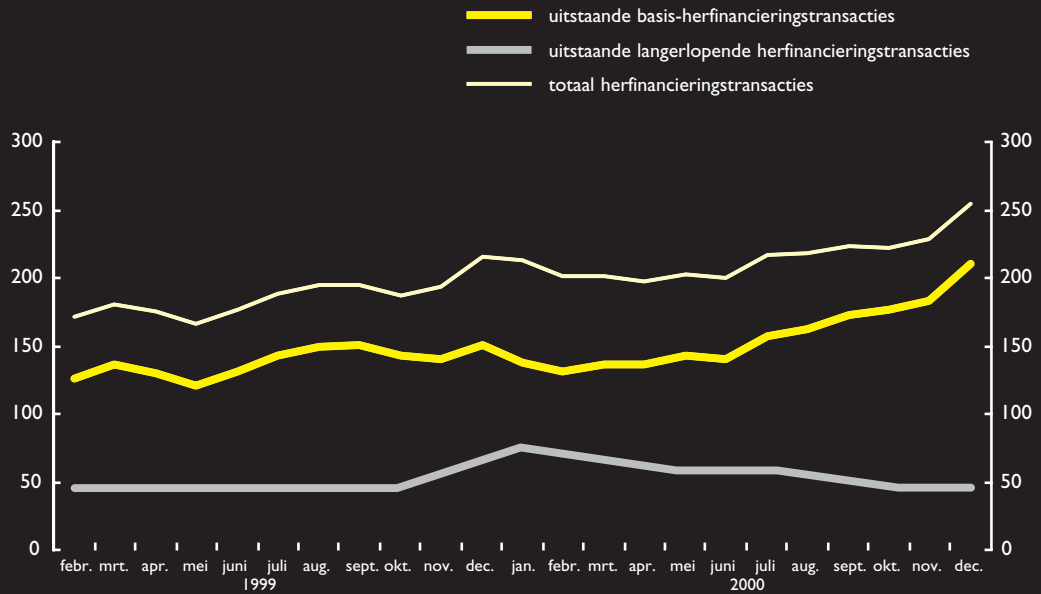
1) Met uitzondering van rechtstreekse transacties alsook de uitgifte van schuldbewijzen door nationale centrale banken in de tweede fase van de EMU die uitstonden in de periode waarop de tabel betrekking heeft.

van de nationale overheden bij de nationale centrale banken. "Overige netto factoren", ten slotte, is de verzamelnaam voor de overige posten op de balans.

Vanuit boekhoudkundig oogpunt moeten de bedragen onder "Totaal activa" en "Totaal passiva" altijd aan elkaar gelijk zijn. Om te kunnen begrijpen hoe een centrale bank opereert, is het handig de balans op te splitsen in drie onderdelen, zoals aangegeven in tabel 4.3. Zoals deze tabel laat zien, wordt het netto bedrag aan door de centrale bank aan de kredietinstellingen verschaft liquiditeiten gevormd door de som van twee onderdelen. Het eerste is samengesteld uit de "autonome factoren" (de som van "bankbiljetten in omloop" plus "overheidsdeposito's" minus "extern ver-

Omvang van de basis- en de langerlopende herfinancieringstransacties

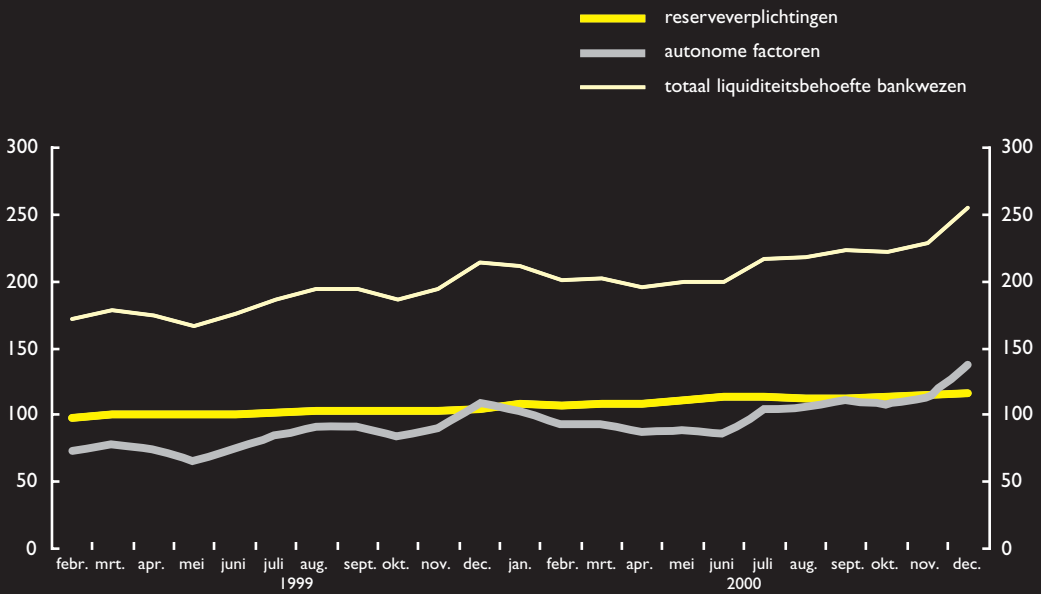
(EUR miljard; (EUR miljard; gemiddelde dagposities over de aanhoudingsperiode)



Bron: ECB.

Verplichte reserves en autonome factoren

(EUR miljard; gemiddelde dagposities over de aanhoudingsperiode)



Bron: ECB.

Liquiditeitsaanbod en
-vraag

mogen” plus “overige factoren (netto)”, welke post het netto effect vormt van de rest van de balansposten die van invloed zijn op de geldmarktliquiditeit). Deze factoren beïnvloeden de liquiditeit van het bankwezen en gelden als “autonoom” in centrale-bankjargon omdat zij gewoonlijk niet het resultaat zijn van het gebruik van monetaire-beleidsinstrumenten.⁷ Het tweede element bestaat uit “reserves” van kredietinstellingen (“de tegoeden die kredietinstellingen aanhouden op rekeningen-courant”). De som van de “autonome factoren” plus de “reserves” is gelijk aan de liquiditeit verschaft door middel van monetaire-beleidsinstrumenten (de som van “herfinanciering van kredietinstellingen” plus de “marginale beleningsfaciliteit” minus de “depositofaciliteit”).

Bijdragen aan de hoofdposten

Na deze schematische analyse gaan we nu naar de eigenlijke balans van het Euro-systeem (Tabel 4.4), die de bijdragen van de hoofdposten aan de liquiditeit van het bankwezen van 24 november tot 23 december 2000 zichtbaar maakt. De liquiditeit werd grotendeels verschaft via de basis-herfinancieringstransacties. In additionele liquiditeit werd voorzien door middel van langerlopende herfinancieringstransacties. Permanente faciliteiten en andere transacties, zoals “fine-tuning” transacties, zijn doorgaans van slechts marginale invloed op de liquiditeit van het bankwezen.

Autonome factoren

Het tweede gedeelte van tabel 4.4 laat de “autonome factoren” zien. Het liquiditeitsverkrappende effect van de autonome factoren komt voornamelijk voor rekening van bankbiljetten in omloop en overheidsdeposito’s bij het Eurosysteem. Bankbiljetten in omloop zorgen voor verkrapping van de liquiditeit van het bankwezen, omdat zij verkregen dienen te worden van de centrale bank en kredietinstellingen voor dit doeleinde middelen moeten lenen van de centrale bank. Er is ook sprake van een tegengesteld effect op de liquiditeit van het bankwezen, dat verband houdt met het door het Eurosysteem aangehouden extern vermogen. Met zijn aankopen van buitenlandse activa, injecteert het Eurosysteem liquiditeit in het bankwezen en reduceert het de behoefte aan liquiditeitsverruimende monetaire-beleidsinstrumenten. Verplichte reserves hebben een liquiditeitsverkrappend effect dat in omvang vergelijkbaar is met dat van alle autonome factoren tezamen. De “over-reserves” worden gevormd door het verschil tussen de tegoeden die de kredietinstellingen op rekeningen-courant bij het Eurosysteem aanhouden en de reserveverplichtingen.

Relatieve belang van
liquiditeitsverruimende
factoren

De grafieken 4.5 en 4.6 tonen het beloop van de belangrijkste liquiditeitsverruimende en -verkrappende factoren in 1999 en 2000. Grafiek 4.5 laat zien dat het grootste deel van de liquiditeit verschaft werd door middel van de basisherfinancieringstransacties. Hier komt het belang van dit monetaire-beleidsinstrument tot uitdrukking. Additionele liquiditeit werd verschaft door middel van de langerlopende herfinancieringstransacties. Zoals valt af te lezen aan Grafiek 4.5, schommelde dit bedrag in de periode in kwestie tussen €45 miljard en €75 miljard.

⁷ Op enkele autonome factoren hebben de monetaire autoriteiten geen invloed (“bankbiljetten in omloop” en “overheidsdeposito’s”). En terwijl andere factoren, zoals “extern vermogen”, wel door de monetaire autoriteiten kunnen worden beïnvloed, houden transacties in deze activa gewoonlijk geen verband met monetaire-beleidsinstrumenten (behalve in het geval van deviezenswaps; zie Kader 4.2).

Grafiek 4.6 laat de ontwikkeling zien van de twee belangrijkste factoren die een structureel liquiditeitstekort in het bankwezen veroorzaken. Meer dan de helft van de totale liquiditeitsbehoefte van het bankwezen worden gewoonlijk veroorzaakt door reserveverplichtingen. Het totale liquiditeitsverkrappende effect van de autonome factoren is in de loop der tijd bijna even groot geworden als de omvang van de reserveverplichtingen aan het eind van de periode in kwestie.

4.7 Ervaringen in 1999 en 2000

Het operationele kader van het Eurosysteem heeft vanaf het moment van inwerkingtreding in 1999 goed gefunctioneerd. Dankzij dit kader heeft de ECB op soepele wijze sturing kunnen geven aan de liquiditeitsverhoudingen en de korte rente. De volatiliteit van de korte rente op de geldmarkt van het eurogebied bleef de eerste twee jaar van de derde fase van de EMU lager dan op nagenoeg iedere andere geldmarkt. Deze lage volatiliteit van de korte marktrente werd, praktisch zonder beroep op “fine-tuning”-transacties, gerealiseerd door middel van slechts een combinatie van reserveverplichtingen met een middelingsbepaling en wekelijkse open-markttransacties. De stabiele geldmarktverhoudingen dragen bij aan een efficiënte transmissie van het monetaire beleid op de economie en getuigen bovendien van een hoge mate van geloofwaardigheid van de centrale bank op het punt van aansturing van de geldmarkt en liquiditeitsbeheer.

In de vaste-rentetendertransacties in het kader van de basisherfinancieringstransacties tot juni 2000 had de ECB een goed middel om een duidelijk signaal afgeven over de koers van het monetaire beleid. Dit geldt evenzeer voor de variabele-rentetenderprocedure met minimale inschrijvingsrente die sinds juni 2000 wordt toegepast. Zoals blijkt uit de betrekkelijk nauwe marge tussen de marginale toewijzingsrente en de minimale inschrijvingsrente, functioneerde het systeem goed. Bovendien is de volatiliteit van de korte marktrente even laag gehouden als tijdens de periode van de vaste-rentetendertransacties.

Tot slot, is het operationele kader – dat voorziet in zowel wekelijkse tenders met een looptijd van twee weken als maandelijks tenders met een looptijd van drie maanden – tegemoet gekomen aan de doelstellingen om langerlopende liquiditeit aan kredietinstellingen te verschaffen alsook om het Eurosysteem te verzekeren van voldoende flexibiliteit om het liquiditeitsbeloop op de korte termijn met de juiste precisie te sturen. Het operationele kader heeft ook een hoge mate van flexibiliteit aan de dag gelegd bij zijn aanpassing aan veranderende financiële omstandigheden. Dit kwam duidelijk naar voren uit een vergelijking tussen de betrekkelijk verstrekkende maatregelen die door veel centrale banken over de gehele wereld werden genomen ter voorbereiding op de overgang naar het nieuwe millennium en de relatief bescheiden aanpassingen die in dit verband door het Eurosysteem zijn doorgevoerd.

Relatieve belang van liquiditeitsverkrappende factoren

Lage volatiliteit van korte rente

Afgeven van duidelijke signalen over monetaire-beleidskoers

Flexibiliteit van operationele kader

5 Monetaire-beleidsbesluiten in 1999 en 2000

In dit hoofdstuk wordt de uitvoering van het monetaire beleid in de eerste twee jaar van de derde fase van de EMU beschreven. Tegen de achtergrond van een zwakke inflatoire druk heeft de Raad van Bestuur in april 1999 besloten de rente voor de basis-herfinancieringstransacties van 3% tot 2,5% te verlagen. Na de zomer van 1999 begon de situatie echter geleidelijk te veranderen. De monetaire groei bleef boven de referentiewaarde terwijl de opwaartse druk op het prijspeil is versterkt, voornamelijk als gevolg van de ongunstige ontwikkelingen in de olieprijsen en de wisselkoers van de euro. Teneinde de prijsstabiliteit te handhaven heeft de Raad van Bestuur tussen november 1999 en oktober 2000 de belangrijkste ECB-rentevoeten met in totaal 225 basispunten verhoogd.

5.1 Belangrijkste ontwikkelingen

Begin 1999

Het aan de derde fase van de EMU voorafgaande convergentieproces was met succes afgesloten toen de ECB op 1 januari 1999 de verantwoordelijkheid voor het monetaire beleid in het eurogebied op zich nam. Door het stabiele prijspeil kon de Raad van Bestuur de rentevoeten op zeer lage niveaus handhaven. De basis-herfinancieringstransacties werden eerst tegen een rente van 3% uitgevoerd (zie Hoofdstuk 4 voor verdere gegevens over de monetaire beleidsuitvoering), waarbij de rentetarieven op de marginale beleningsfaciliteit en die op de depositofaciliteit op respectievelijk 4,5% en 2% werden gesteld. Deze rentetarieven waren al op 22 december 1998 officieel aangekondigd nadat alle nationale centrale banken die de euro zouden invoeren hun basisrentetarieven gezamenlijk hadden verlaagd. Tot deze actie was eerder in december 1998 besloten; daarmee werd het convergentieproces van officiële rentetarieven in de aanloop naar de derde fase afgerond.

Bij de aanvang van de derde fase heeft de Raad van Bestuur een smalle bandbreedte voor de korte rente vastgesteld. Deze bandbreedte was een tijdelijke maatregel om de overgang naar een gezamenlijke geldmarkt te versoepelen. Tussen 4 en 21 januari 1999 werd de rente voor de marginale beleningsfaciliteit en die voor de depositofaciliteit op respectievelijk 3,25% en 2,75% vastgesteld. Deze overgangsregeling liep op 22 januari 1999 af, waarop de in december vastgestelde rentevoeten voor de permanente faciliteiten van kracht werden (zie Grafiek 4.1).

In het eerste kwartaal van 1999 bleven de prijsontwikkelingen zeer gematigd. In januari en februari bleef de HICP-inflatie op 0,8%, hetzelfde niveau als in december 1998 (zie Grafiek 5.4). In dit klimaat van lage inflatie duiden signalen erop dat de economische bedrijvigheid in het eurogebied wellicht sterker zouden afnemen dan eind 1998 werd verwacht. De groeivertraging kon vooral worden toegeschreven aan de zwakkere buitenlandse vraag naar aanleiding van de Azië-crisis eind 1997 en de afname van het vertrouwen als gevolg van de onrust in de internationale markten na de Rusland-crisis in de zomer van 1998. De reële bbp-groei nam gedurende het laatste kwartaal van 1998 beduidend af terwijl de uitvoergroei negatief werd. Derhalve werd het begin 1999 steeds duidelijker dat de prijsstabiliteit op de middellange termijn door neerwaartse risico's werd bedreigd.

Overdracht van de verantwoordelijkheid voor het monetaire beleid aan de ECB

Geringe bandbreedte om overgang te versoepelen

Neerwaartse risico's voor de prijsstabiliteit begin 1999

Bij het nemen van een monetaire-beleidsbesluit in reactie op deze neerwaartse risico's voor de prijsstabiliteit diende echter ook rekening te worden gehouden met het feit dat sommige indicatoren begin 1999 in tegenovergestelde richting leken te wijzen. Met name het driemaands gemiddelde van de M3-groei voor de periode december 1998 – februari 1999 lag op jaarbasis boven de referentiewaarde voor de M3-groei van 4¹/₂% (zie Grafiek 5.1). De kredietverlening aan de particuliere sector nam snel toe, met circa 10% per jaar begin 1999, hetgeen niet strookte met de tekenen van afnemende economische bedrijvigheid (zie Grafiek 5.2). Ondanks de economische groeivertraging bleef het consumentenvertrouwen bovendien betrekkelijk stevig. Tenslotte begonnen de olieprijsen vanaf medio februari 1999 te stijgen en tijdens de eerste maanden van 1999 deprecieerde de euro in effectieve termen (zie Grafiek 5.3), twee factoren die eveneens opwaartse druk op de prijzen uitoefenden.

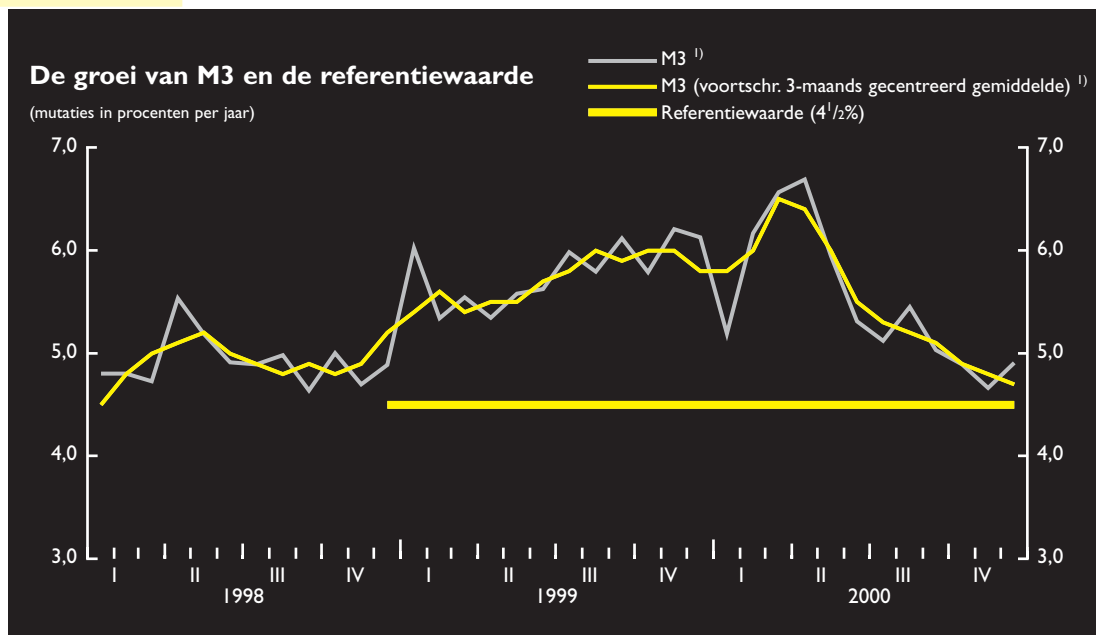
De beoordeling van de monetaire ontwikkelingen begin 1999 werd verder bemoeilijkt door de onzekerheid omtrent de invloed van de overgang naar de derde fase van de EMU op de monetaire aggregaten. In feite werd het waarschijnlijk geacht dat de forse toename van de M3 in januari 1999 mogelijk met specifieke factoren samenhang, zoals de wijzigingen in de statistische rapportagesystemen of de overschakeling op het nieuwe stelsel van reserveverplichtingen.

Al met al, gelet op deze onzekerheden en de slechts geringe afwijking van de M3 van de referentiewaarde, ging de Raad van Bestuur er niet van uit dat de monetaire ontwikkelingen op dat ogenblik opwaartse risico's inhielden voor de prijsstabiliteit. In een klimaat waarin de inflatiecijfers zich aanzienlijk onder de bovengrens bevonden van wat de ECB onder prijsstabiliteit verstaat, en tevens rekening houdend met de

M3-gegevens
waarschijnlijk door
specifieke factoren
beïnvloed

Renteverlaging in april
1999

Grafiek 5.1



Bron: ECB.

1) De reeks is gecorrigeerd voor door niet-ingezetenen van het eurogebied aangehouden aandelen/participaties in geldmarktfondsen.

neerwaartse druk op de toekomstige prijsontwikkelingen die gepaard ging met een teruglopende economische bedrijvigheid, heeft de Raad van Bestuur derhalve op 8 april 1999 besloten de rente voor de basis-herfinancieringstransacties met 50 basispunten terug te brengen tot 2,5%. Tegelijkertijd verlaagde de Raad van Bestuur de rente voor de marginale beleningsfaciliteit tot 3,5% en die voor de depositofaciliteit tot 1,5%, waardoor een symmetrische marge ontstond met de rente voor de basis-herfinancieringstransacties. Deze besluiten werden passend geacht als voorzorgsmaatregel om de prijsstabiliteit op de middellange termijn te handhaven.

Tweede helft 1999

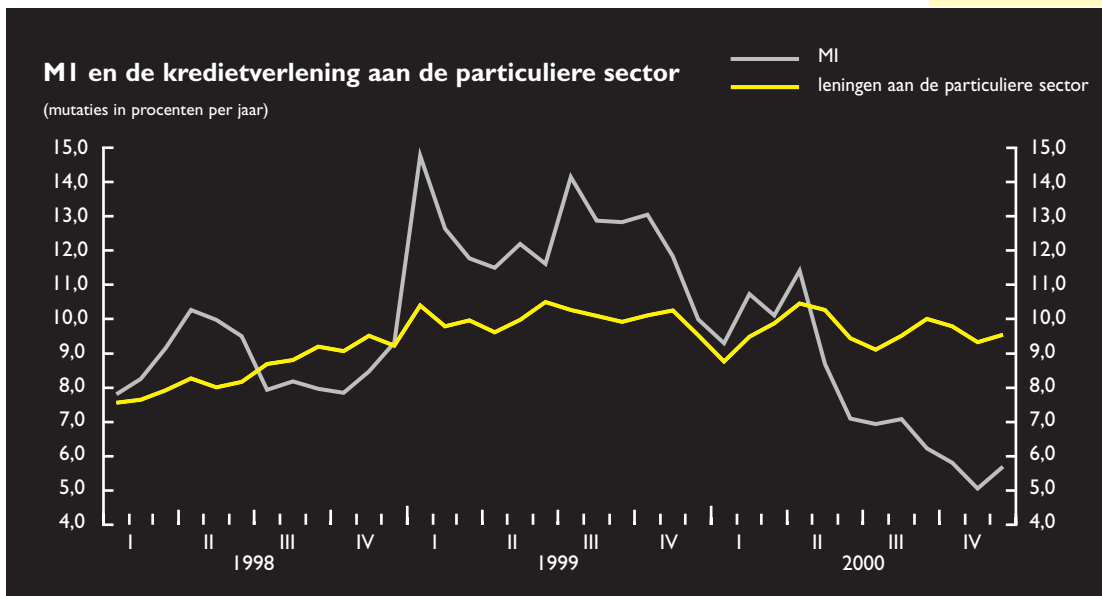
Het economische klimaat onderging in de daaropvolgende maanden een geleidelijke verandering. Tijdens de zomer van 1999 wees de informatie omtrent de economische bedrijvigheid in het eurogebied steeds meer op een afname van de neerwaartse risico's voor de prijsstabiliteit. Het externe economische klimaat werd steeds gunstiger aangezien de economische bedrijvigheid van meerdere opkomende markten zich steeds meer leek te stabiliseren en zelfs aan te trekken. De economische groei in de Verenigde Staten bleef robuust. Het werd al met al steeds duidelijker dat de economische groei in het eurogebied in de tweede helft van 1999 en in 2000 aanzienlijk zou aantrekken.

In de loop van 1999 duiden de aggregaten voor de groei van de geldhoeveelheid en de kredietverlening erop dat de monetaire verhoudingen in het eurogebied het economische herstel niet in de weg stonden. De groei van M3 liet aan het begin van het jaar een tijdelijke versnelling zien om daarna in de loop van de zomer tot ver boven de referentiewaarde toe te nemen, waarbij het driemaands voortschrijdende

Geleidelijke verbetering van de economische verhoudingen ...

...en een aanhoudende monetaire groei...

Grafiek 5.2



Bron: ECB (geaggregeerde landengegevens).

Toelichting: over januari 1998 tot en met december 2000.

gemiddelde geleidelijk tot bijna 6% is gestegen. Zelfs wanneer rekening wordt gehouden met de uitzonderlijke ontwikkelingen in de eerste weken van 1999 viel een aanhoudend monetaire expansie waar te nemen. Tegelijkertijd bleef de kredietverlening aan de particuliere sector met circa 10% snel groeien.

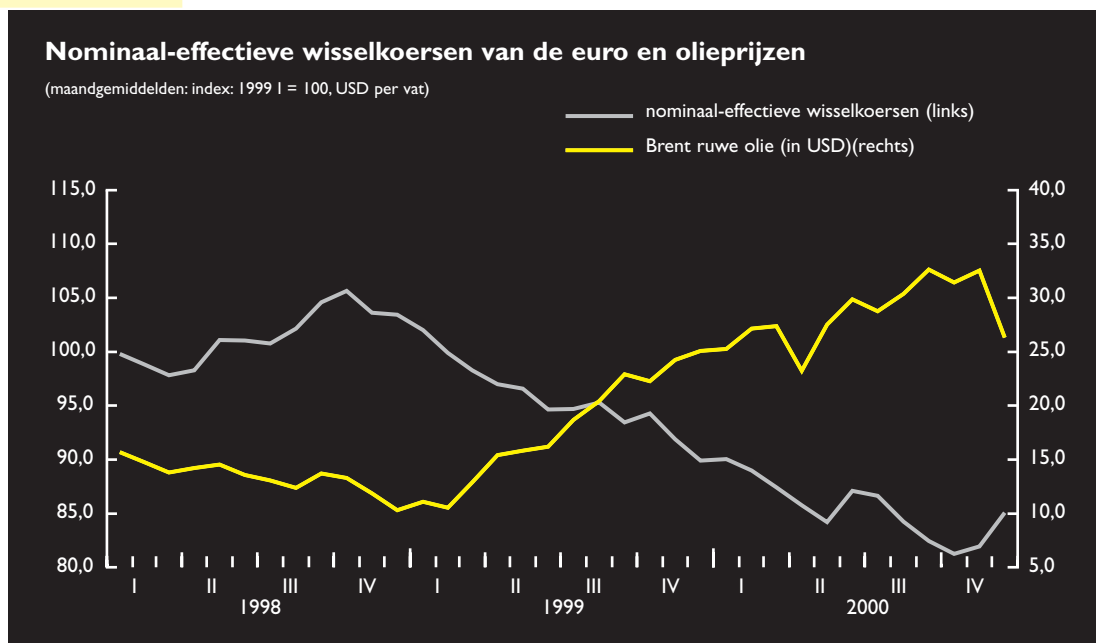
De effectieve wisselkoers van de euro zwakte in de zomermaanden nog meer af terwijl de olieprijs verder stegen. Over het geheel genomen wezen de gegevens over de ontwikkelingen van de monetaire aggregaten, de financiële markten en overige economische indicatoren erop dat de neerwaartse risico's voor de prijsstabiliteit niet meer aanwezig waren. Op grond van deze gegevens werd het duidelijk dat de factoren die de aanleiding vormden voor de in april 1999 uit voorzorg verrichte renteverlaging geen rol meer speelden. Op 4 november 1999 heeft de Raad van Bestuur derhalve besloten de basisrentetarieven met 50 basispunten te verhogen. De rente voor de basis-herfinancieringstransacties werd dus tot 3,0% verhoogd en de rente voor de marginale beleningsfaciliteit en die voor de depositofaciliteit tot respectievelijk 4,0% en 2,0%.

Reden voor deze wijziging in de monetaire-beleidskoers was om te voorkomen dat de ruime liquiditeitsverhoudingen, afgemeten aan de groei van de geldhoeveelheid en de kredietverlening, zich zouden vertalen in opwaartse druk op de prijzen op de middellange termijn, en om de inflatieverwachtingen veilig beneden 2% te houden. De omvang van de verhoging strekte er ook toe de onzekerheden ten aanzien van de koers van het monetaire beleid op de korte termijn weg te nemen, en zo de eventuele onzekerheidspremies in de financiële markten gedurende de overgang naar het jaar 2000 te reduceren.

...leidden in november 1999 tot een renteverhoging ...

...die ertoe strekte de inflatieverwachtingen veilig beneden 2% te houden

Grafiek 5.3



Bron: ECB (geaggregeerde landengegevens).

Toelichting: over januari 1998 tot en met december 2000.

Eerste helft van 2000

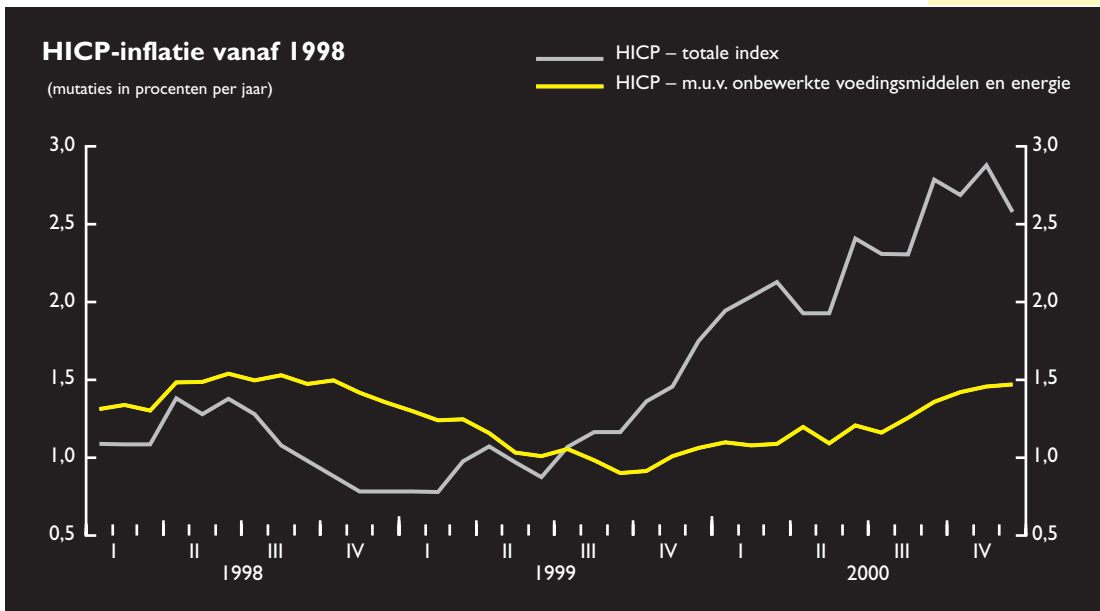
In de eerste helft van 2000 wees de informatie afkomstig uit de variabelen die in de eerste pijler van de monetaire-beleidsstrategie van de ECB worden beoordeeld steeds meer op opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit. Het driemaands gemiddelde van de M3-groei op jaarbasis bedroeg tijdens het laatste kwartaal van 1999 rond 6% (zoals eind januari 2000 werd bekend), aanzienlijk boven de referentiewaarde van 4¹/₂%, met een hoogtepunt van rond 6,5% in het voorjaar van 2000. De aanhoudend opwaartse afwijking van de M3-groei ten opzichte van de referentiewaarde, in een klimaat van aanhoudend lage inflatie, vormde aanleiding tot zorg. Deze afwijking impliceerde immers dat de ruime liquiditeit in 1999 en in de tweede helft van 2000 gaandeweg was toegenomen. Voorts bleef de forse groei van M3 in 1999 gepaard gaan met groeicijfers voor M3 van 10% of hoger.

Ook de beschikbare informatie uit de tweede pijler van de monetaire-beleidsstrategie wees in de eerste helft van 2000 steeds meer op opwaartse risico's voor prijsstabiliteit. Daarbij wezen de gegevens over de reële bbp-groei en andere indicatoren, met inbegrip van de cijfers voor de industriële productie en de conjunctuurenquêtes onder producenten en consumenten, erop dat de economische bedrijvigheid begin 2000 sterk was toegenomen en dezelfde tendens zou blijven vertonen (zie Grafiek 5.5). Ook de externe omgeving ondersteunde de groei in het eurogebied. Het economische herstel zette door in het Verre Oosten en Latijns-Amerika, terwijl in de Verenigde Staten geen tekenen op een groeivertraging wezen. Deze verwachtingen zijn in de daaropvolgende maanden bewaarheid. De externe prognoses voor de economische bedrijvigheid in het eurogebied werden herhaalde malen opwaarts bijgesteld; deze bijstellingen werden ondersteund door gegevens en enquêtes over de economische bedrijvigheid en door de aanhoudende verbetering van het internationale klimaat.

M3-groei boven de referentiewaarde,...

...het economische herstel...

Grafiek 5.4



Bron: Eurostat.

Toelichting: over januari 1998 tot en met december 2000.

...en de druk vanuit de invoerprijzen...

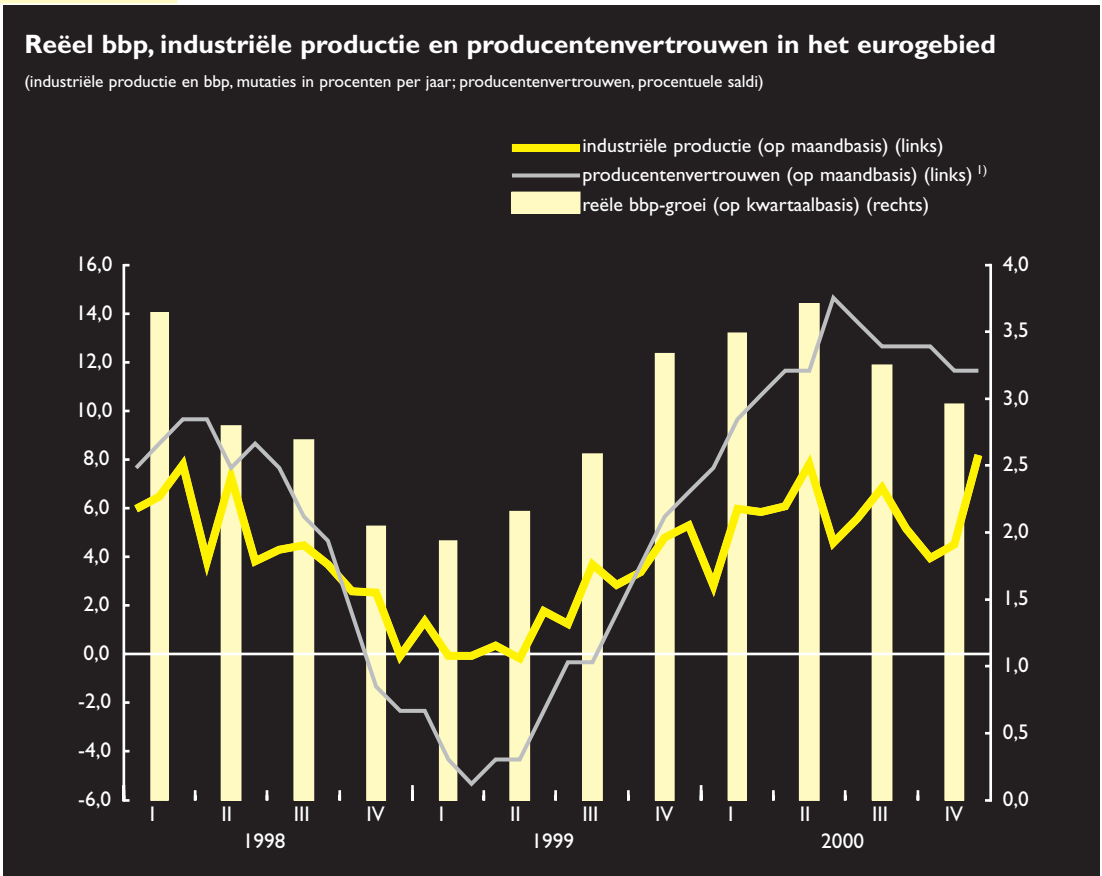
...vormden aanleiding voor meerdere renteverhogingen

De ontwikkelingen in de invoerprijzen leidden tot toenemende druk op het prijspeil in het eurogebied. De olieprijs bleven vrijwel ononderbroken stijgen terwijl de euro gedurende deze periode verder deprecieerde. De Raad van Bestuur was van mening dat deze aanhoudende depreciatie van de euro, gepaard met de forse olieprijsstijgingen in een periode van stevige economische groei, tot inflatoire druk op de middellange termijn zou bijdragen. Door middel van loonstijgingen zouden deze factoren immers in de consumentenprijzen kunnen doorwerken. Deze overweging was toen bijzonder relevant gezien de sterke toename van de economische bedrijvigheid in het eurogebied.

De beide pijlers van de strategie wezen dus duidelijk op de noodzaak om de rentetarieven verder te verhogen. De Raad van Bestuur besloot daarop de voornaamste ECB-rentetarieven te verhogen (iedere keer met 25 basispunten) op 3 februari, 16 maart en 27 april 2000. Bovendien werden de rentetarieven op 8 juni 2000 nog eens met 50 basispunten verhoogd.

Met ingang van de op 28 juni 2000 verrekenende transactie werden de basis-herfinancieringstransacties als variabele-rentetenders uitgevoerd met een vooraf aangekondigde minimale inschrijvingsrente die toen op 4,25% werd gesteld. Deze overgang op

Grafiek 5.5



Bronnen: Eurostat en conjunctuurenquêtes van de Europese Commissie onder producenten en consumenten

1) Afwijkingen van het gemiddelde vanaf januari 1985.

variabele-rentetenders was een antwoord op de massale inschrijvingen die zich bij de vaste-rentetenders hadden voorgedaan (zie Hoofdstuk 4). Volgens de toelichting van de ECB dient de minimale inschrijvingsrente om een signaal af te geven omtrent de monetaire-beleidskoers, een rol die voorheen werd vervuld door de op de vaste-rentetenders toegepaste rentevoet.

Tweede helft van 2000

Het economische klimaat is in de loop van de zomer van 2000 licht veranderd hoewel de opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit nog steeds aanwezig waren. De groei van de monetaire aggregaten vertoonde een tijdelijke vertraging, vooral die van de meest liquide componenten van M3, wat de verkrapping van het monetaire beleid weerspiegelde. Ook de groei van de totale kredietverlening in het eurogebied gaf een vertraging te zien. Deze tendensen konden in de loop van de zomer waargenomen worden toen de gegevens over mei en de daaropvolgende maanden vrijkwamen. Desalniettemin gaf de groei van M3 boven de referentiewaarde nog steeds aanleiding tot zorg.

Wat de tweede pijler betreft, werd vanaf juni 2000 de HICP-inflatie in het eurogebied door de olieprijsen opgestuwd, en wel tot iets hoger dan de bovengrens van 2%, die de ECB in overeenstemming acht met prijsstabiliteit op de middellange termijn. De prognoses voor de economische bedrijvigheid in het eurogebied werden in het derde kwartaal van 2000 verder opwaarts bijgesteld. Ook de prognoses voor de inflatie tot 2002 werden opwaarts bijgesteld, tenminste tot aan het derde kwartaal.

Tijdens de zomer van 2000 groeide de perceptie dat de olieprijsen niet zouden dalen. Het werd steeds duidelijker dat de consumptieprijsinflatie langer boven 2% zou blijven dan eerder was verwacht. Hierdoor nam het risico toe dat de inflatie door de doorwerking via de lonen nog verder omhoog zou worden gestuwd. Aan deze zorgen droeg verder bij de vanaf medio juni opnieuw ingezette depreciatie van de euro.

Aangezien de prijsstabiliteit nog steeds door opwaartse risico's werd bedreigd, besloot de Raad van Bestuur tweemaal, namelijk op 31 augustus en op 5 oktober 2000, de minimale inschrijvingsrente voor de basis-herfinancieringstransacties en de rentevoeten voor de marginale beleningsfaciliteit en de depositofaciliteit met 25 basispunten te verhogen. Hierdoor kwam de minimale inschrijvingsrente voor de basis-herfinancieringstransacties op 4,75% en de rentevoeten voor de marginale beleningsfaciliteit en voor de depositofaciliteit respectievelijk op 3,75% en 5,75%.

Tijdens de zomer van 2000 week de wisselkoers van de euro verder af van wat op basis van de gezonde fundamentele economische verhoudingen van het eurogebied mocht worden verwacht. De mogelijke gevolgen voor de wereldeconomie leken duidelijk. De depreciatie van de euro werd, op initiatief van de ECB, op 22 september 2000 aangepakt op het niveau van de G7, in de vorm van een gezamenlijke interventie op de valutamarkten samen met de monetaire autoriteiten van de Verenigde Staten, Japan, het Verenigd Koninkrijk en Canada. In reactie op de uit de depreciatie voortvloeiende risico's voor de prijsstabiliteit in het eurogebied, besloot de ECB begin november opnieuw te interveniëren op de valutamarkten

Overgang op variabele-rentetenders

M3-groei vlakke af maar bleef wel boven de referentiewaarde

HICP-inflatie van meer dan 2% in het eurogebied ...

...leidde tot grotere risico van doorwerking via lonen

De Raad van Bestuur heeft besloten de rentetarieven verder te verhogen

Interventie op de valutamarkten

Voornaamste ECB-rentevoeten eind 2000 ongewijzigd

ECB gericht op beperking van de risico's voor de prijsstabiliteit

Schommelingen van de inflatie op de korte termijn onvermijdelijk

Inflatieverwachtingen van minder dan 2% op de middellange termijn ...

De groei van M3 is eind 2000 verder vertraagd; de verhogingen van de voornaamste ECB-rentetarieven sinds november 1999 leken de vraag naar de meest liquide componenten van M3 te hebben getemperd. Terwijl de groei van de kredietverlening aan de particuliere sector betrekkelijk stevig bleef, nam de totale groei van de kredietverlening aan ingezetenen van het eurogebied tussen april en oktober 2000 beduidend af. Tegelijkertijd duiden de meeste indicatoren erop dat de economische groei in het eurogebied krachtig (hoewel iets trager) zou blijven. De groei van de wereld-economie leek echter af te nemen waardoor er enige onzekerheid ontstond omtrent de groeivoorzichten van het eurogebied. Tegen deze achtergrond werden de voornaamste ECB-rentetarieven tot eind 2000 gehandhaafd.

5.2 Een eerste beoordeling

Het handhaven van de prijsstabiliteit is het enige bruikbare criteria om te beoordelen of het monetaire beleid van de ECB wel of niet is geslaagd. Het besluit om de voornaamste ECB-rentetarieven in april 1999 te verlagen werd genomen om de neerwaartse risico's voor de prijsstabiliteit te beperken, terwijl de besluiten om de voornaamste ECB-rentetarieven tussen november 1999 en oktober 2000 met in totaal 225 basispunten te verhogen genomen werden om de opwaartse risico's voor de prijsstabiliteit te beperken. Bij al deze rentestappen kwam de sterke betrokkenheid van de Raad van Bestuur bij het handhaven van de prijsstabiliteit op de middellange termijn tot uiting. Gezien de vertragingen bij de transmissie van de monetaire beleidsbesluiten in de prijsontwikkelingen was het bij de afsluitdatum voor deze publicatie te vroeg om de effectiviteit van de in 1999 en 2000 genomen besluiten volledig te beoordelen. Voorlopige conclusies kunnen echter wel worden getrokken.

De HICP-inflatie is in 1999 op betrekkelijke lage niveaus gebleven. De sterke toename in 2000 kon grotendeels toegeschreven worden aan een onverwachte stijging van de invoerprijzen, voornamelijk als gevolg van de wisselkoers- en olieprijsontwikkelingen. Zoals in Hoofdstuk 3 wordt besproken zijn dergelijke schommelingen op de korte termijn onvermijdelijk. De effecten van het monetaire beleid op de economie doen zich immers pas na enige tijd gevoelen en het monetaire beleid moet op de middellange termijn zijn gericht. Het was dus zeer belangrijk dat het monetaire beleid in 2000 ervoor zou zorgen dat de uitstralingseffecten van de door de olieprijs op de korte termijn veroorzaakte inflatieschommelingen de inflatieverwachtingen op de middellange termijn niet zouden beïnvloeden. De Raad van Bestuur moest duidelijk de vastberadenheid tonen dat de prijsstabiliteit op de middellange termijn gehandhaafd zou blijven.

Het beloop van de lange rente in het eurogebied in 1999 en 2000 duidde op de algemene verwachting in de financiële markten dat de prijzen zich op de middellange termijn overeenkomstig de definitie van prijsstabiliteit zouden blijven ontwikkelen. Met name de ontwikkelingen op de obligatiemarkten gaven aan dat de door de Raad van Bestuur genomen besluiten als overeenkomstig de doelstelling van prijsstabiliteit werden beschouwd. De uit de Franse geïndexeerde obligaties afgeleide inflatieverwachtingen op de lange termijn zijn in 1999 en 2000 onder 2% gebleven. Ook de in de eerste twee jaar van de derde fase beschikbare inflatieprognoses duiden op consistente verwachtingen dat de prijsstabiliteit zou worden gehandhaafd.

Dit zijn positieve aanwijzingen dat de ECB haar geloofwaardigheid kon bevestigen gedurende de eerste twee jaar van de uitvoering van het monetaire beleid. Ondanks de door grote externe schokken veroorzaakte inflatoire druk wordt hierdoor duidelijk dat de ECB het publiek en de markten kon overtuigen dat zij de belofte zou nakomen de prijsstabiliteit op de middellange termijn te handhaven.

...duiden op de
geloofwaardigheid van
de ECB

Bijlage I

Selectie uit het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap

Eerste deel

De beginselen

Artikel 2 (ex artikel 2)

De Gemeenschap heeft tot taak, door het instellen van een gemeenschappelijke markt en een economische en monetaire unie en door de uitvoering van het gemeenschappelijk beleid of de gemeenschappelijke activiteiten, bedoeld in de artikelen 3 en 4, het bevorderen van een harmonische, evenwichtige en duurzame ontwikkeling van de economische activiteit binnen de gehele Gemeenschap, een hoog niveau van werkgelegenheid en van sociale bescherming, de gelijkheid van mannen en vrouwen, een duurzame en niet-inflatoire groei, een hoge graad van concurrentievermogen en convergentie van economische prestaties, een hoog niveau van bescherming en verbetering van de kwaliteit van het milieu, een verbetering van de levensstandaard en van de kwaliteit van het bestaan, de economische en sociale samenhang en de solidariteit tussen de lidstaten.

Artikel 3 (ex artikel 3)

1. Teneinde de in artikel 2 genoemde doelstellingen te bereiken, omvat het optreden van de Gemeenschap onder de voorwaarden en volgens het tijdschema waarin dit Verdrag voorziet:

- (a) het verbod tussen de lidstaten op douanerechten en kwantitatieve beperkingen bij in en uitvoer van goederen alsmede van alle overige maatregelen van gelijke werking;
- (b) een gemeenschappelijke handelspolitiek;
- (c) een interne markt, gekenmerkt door de afschaffing tussen de lidstaten van hindernissen voor het vrije verkeer van goederen, personen, diensten en kapitaal;
- (d) maatregelen inzake binnenkomst en verkeer van personen, overeenkomstig titel IV;
- (e) een gemeenschappelijk beleid op het gebied van landbouw en visserij;
- (f) een gemeenschappelijk beleid op het gebied van het vervoer;
- (g) een regime waardoor wordt verzekerd dat de mededinging binnen de interne markt niet wordt vervalst;
- (h) het nader tot elkaar brengen van de nationale wetgevingen in de mate waarin dat voor de werking van de gemeenschappelijke markt noodzakelijk is;
- (i) het bevorderen van de coördinatie van het werkgelegenheidsbeleid van de lidstaten, teneinde het doeltreffender te maken door het ontwikkelen van een gecoördineerde werkgelegenheidsstrategie;
- (j) een beleid op sociaal gebied, met inbegrip van een Europees Sociaal Fonds,
- (k) de versterking van de economische en sociale samenhang;
- (l) een beleid op het gebied van het milieu;
- (m) het versterken van het concurrentievermogen van de industrie van de Gemeenschap;

- (n) het stimuleren van onderzoek en technologische ontwikkeling;
- (o) het aanmoedigen van het invoeren en ontwikkelen van transeuropese netwerken;
- (p) een bijdrage tot het verwezenlijken van een hoog niveau van bescherming van de gezondheid;
- (q) een bijdrage tot onderwijs en opleiding van hoog gehalte, en tot de ontplooiing van de culturen van de lidstaten;
- (r) een beleid op het gebied van ontwikkelingssamenwerking;
- (s) de associatie van landen en gebieden overzee, teneinde het handelsverkeer uit te breiden en in gezamenlijke inspanning de economische en sociale ontwikkeling te bevorderen;
- (t) een bijdrage tot de versterking van de consumentenbescherming;
- (u) maatregelen op het gebied van energie, civiele bescherming en toerisme.

2. Bij elk in dit artikel bedoeld optreden streeft de Gemeenschap ernaar de ongelijkheden tussen mannen en vrouwen op te heffen en de gelijkheid van mannen en vrouwen te bevorderen.

Artikel 4 (ex artikel 3 a)

1. Teneinde de in artikel 2 genoemde doelstellingen te bereiken, omvat het optreden van de lidstaten en de Gemeenschap, onder de voorwaarden en volgens het tijdschema waarin dit Verdrag voorziet, de invoering van een economisch beleid dat gebaseerd is op de nauwe coördinatie van het economisch beleid van de lidstaten, op de interne markt en op de uitwerking van gemeenschappelijke doelstellingen, en dat wordt gevoerd met inachtneming van het beginsel van een open markteconomie met vrije mededinging.

2. Gelijktijdig daarmee omvat dit optreden, onder de voorwaarden en volgens het tijdschema en de procedures waarin dit Verdrag voorziet, de onherroepelijke vaststelling van wisselkoersen, leidend tot de invoering van één munt, de Ecu, alsmede het bepalen en voeren van één monetair en wisselkoersbeleid, beide met als hoofddoel het handhaven van prijsstabiliteit en, onverminderd deze doelstelling, het ondersteunen van het algemene economische beleid in de Gemeenschap, met inachtneming van het beginsel van een open markteconomie met vrije mededinging.

3. Dit optreden van de lidstaten en van de Gemeenschap impliceert de naleving van de volgende grondbeginselen: stabiele prijzen, gezonde overheidsfinanciën en monetaire condities en een houdbare betalingsbalans.

Artikel 8 (ex artikel 4 a)

Overeenkomstig de procedures van dit Verdrag worden een Europees Stelsel van Centrale Banken (hierna 'ESCB' te noemen) en een Europese Centrale Bank (hierna 'ECB' te noemen) opgericht; zij handelen binnen de grenzen van de bevoegdheden die hun door dit Verdrag en de daaraan gehechte statuten van het ESCB en van de ECB (hierna 'statuten van het ESCB' te noemen) worden verleend.

Derde deel

Het beleid van de Gemeenschap

Titel VII (ex Titel VI)

Economisch en monetair beleid

Hoofdstuk I

Economisch beleid

Artikel 98 (ex artikel 102 a)

De lidstaten voeren hun economisch beleid teneinde bij te dragen tot de verwezenlijking van de doelstellingen van de Gemeenschap, als omschreven in artikel 2, en in het kader van de in artikel 99, lid 2, bedoelde globale richtsnoeren. De lidstaten en de Gemeenschap handelen in overeenstemming met het beginsel van een open markteconomie met vrije mededinging, waarbij een doelmatige allocatie van middelen wordt bevorderd, en met inachtneming van de beginselen die zijn neergelegd in artikel 4.

Artikel 99 (ex artikel 103)

1. De lidstaten beschouwen hun economisch beleid als een aangelegenheid van gemeenschappelijk belang en coördineren het in het kader van de Raad, overeenkomstig het bepaalde in artikel 98.

2. De Raad stelt, op aanbeveling van de Commissie, met gekwalificeerde meerderheid van stemmen een ontwerp op voor de globale richtsnoeren voor het economisch beleid van de lidstaten en van de Gemeenschap, en legt zijn bevindingen in een verslag aan de Europese Raad voor.

Aan de hand van dit verslag van de Raad bespreekt de Europese Raad een conclusie over de globale richtsnoeren voor het economisch beleid van de lidstaten en van de Gemeenschap.

Uitgaande van deze conclusie neemt de Raad met gekwalificeerde meerderheid van stemmen een aanbeveling aan, waarin deze globale richtsnoeren zijn vastgelegd. De Raad stelt het Europees Parlement van zijn aanbeveling in kennis.

3. Teneinde een nauwere coördinatie van het economisch beleid en een aanhoudende convergentie van de economische prestaties van de lidstaten te verzekeren, ziet de Raad aan de hand van door de Commissie ingediende rapporten, toe op de economische ontwikkelingen in elke lidstaat en in de Gemeenschap, alsmede op de overeenstemming van het economisch beleid met de in lid 2 bedoelde globale richtsnoeren, en verricht hij regelmatig een algehele evaluatie.

Met het oog op dit multilaterale toezicht verstrekken de lidstaten de Commissie informatie over de belangrijke maatregelen die zij in het kader van hun economisch beleid hebben genomen, en alle andere informatie die zij nodig achten.

4. Wanneer in het kader van de procedure van lid 3 blijkt dat het economisch beleid van een lidstaat niet overeenkomt met de in lid 2 bedoelde globale richtsnoeren of dat dit beleid de goede werking van de Economische en Monetaire Unie in gevaar dreigt te brengen, kan de Raad op aanbeveling van de Commissie met gekwalificeerde meerderheid van stemmen de nodige aanbevelingen tot die lidstaat richten. De Raad kan op voorstel van de Commissie met gekwalificeerde meerderheid van stemmen besluiten zijn aanbevelingen openbaar te maken.

De voorzitter van de Raad en de Commissie brengen het Europees Parlement verslag uit over de resultaten van het multilaterale toezicht. De voorzitter van de Raad kan worden verzocht om voor de bevoegde commissie van het Europees Parlement te verschijnen, indien de Raad zijn aanbevelingen openbaar heeft gemaakt.

5. De Raad kan volgens de procedure van artikel 252 nadere bepalingen voor de in de leden 3 en 4 van dit artikel bedoelde multilaterale toezichtprocedure vaststellen.

Artikel 100 (ex artikel 103 a)

1. Onverminderd de overige procedures waarin dit Verdrag voorziet, kan de Raad op voorstel van de Commissie met eenparigheid van stemmen de voor de economische situatie passende maatregelen nemen, met name indien zich bij de voorziening van bepaalde producten ernstige moeilijkheden voordoen.

2. In geval van moeilijkheden of ernstige dreiging van grote moeilijkheden in een lidstaat, die worden veroorzaakt door buitengewone gebeurtenissen die deze lidstaat niet kan beheersen, kan de Raad op voorstel van de Commissie, met eenparigheid van stemmen, onder bepaalde voorwaarden communautaire financiële bijstand aan de betrokken lidstaat verlenen. Wanneer de grote moeilijkheden worden veroorzaakt door natuurrampen, besluit de Raad met gekwalificeerde meerderheid van stemmen. De voorzitter van de Raad stelt het Europees Parlement van het genomen besluit in kennis.

Artikel 101 (ex artikel 104)

1. Het verlenen van voorschotten in rekening-courant of andere kredietfaciliteiten bij de ECB of de centrale banken van de lidstaten, (hierna „nationale centrale banken” te noemen), ten behoeve van instellingen of organen van de Gemeenschap, centrale overheden, regionale, lokale of andere overheden, andere publiekrechtelijke lichamen of openbare bedrijven van de lidstaten, alsmede het rechtstreeks van hen kopen door de ECB of nationale centrale banken van schuldbewijzen, zijn verboden.

2. Het bepaalde in lid 1 is niet van toepassing op kredietinstellingen die in handen van de overheid zijn en waaraan in het kader van de liquiditeitsvoorziening door centrale banken dezelfde behandeling door de nationale centrale banken en de ECB wordt gegeven als aan particuliere kredietinstellingen.

Artikel 102 (ex artikel 104 a)

1. Niet op overwegingen van bedrijfseconomisch toezicht gebaseerde maatregelen waardoor instellingen of organen van de Gemeenschap, centrale overheden, regionale, lokale of andere overheden, andere publiekrechtelijke lichamen of openbare

bedrijven van de lidstaten een bevoorrechte toegang tot de financiële instellingen krijgen, zijn verboden.

2. De Raad stelt volgens de procedure van artikel 252 vóór 1 januari 1994 definities vast voor de toepassing van het in lid 1 bedoelde verbod.

Artikel 103 (ex artikel 104 b)

1. De Gemeenschap is niet aansprakelijk voor de verbintenissen van centrale overheden, regionale, lokale of andere overheden, andere publiekrechtelijke lichamen of openbare bedrijven van de lidstaten en neemt deze verbintenissen niet over, onverminderd de wederzijdse financiële garanties voor de gemeenschappelijke uitvoering van een specifiek project. De lidstaten zijn niet aansprakelijk voor de verbintenissen van centrale overheden, regionale, lokale of andere overheden, andere publiekrechtelijke lichamen of openbare bedrijven van een andere lidstaat en nemen deze verbintenissen niet over, onverminderd de wederzijdse financiële garanties voor de gemeenschappelijke uitvoering van een specifiek project.

2. Indien nodig kan de Raad volgens de procedure van artikel 252 definities vaststellen voor de toepassing van de in artikel 101 en in dit artikel bedoelde verbodsbepalingen.

Artikel 104 (ex artikel 104 c)

1. De lidstaten vermijden buitensporige overheidstekorten.

2. De Commissie ziet toe op de ontwikkeling van de begrotingsactie en de omvang van de overheidsschuld in de lidstaten, teneinde aanzienlijke tekortkomingen vast te stellen. Met name gaat de Commissie op basis van de volgende twee criteria na of de hand wordt gehouden aan de begrotingsdiscipline:

- (a) of de verhouding tussen het voorziene of feitelijke overheidstekort en het bruto binnenlands product een bepaalde referentiewaarde overschrijdt, tenzij,
 - hetzij de verhouding in aanzienlijke mate en voortdurend is afgenomen en een niveau heeft bereikt dat de referentiewaarde benadert;
 - hetzij de overschrijding van de referentiewaarde slechts van uitzonderlijke en tijdelijke aard is en de verhouding dicht bij de referentiewaarde blijft;
- (b) of de verhouding tussen de overheidsschuld en het bruto binnenlands product een bepaalde referentiewaarde overschrijdt, tenzij de verhouding in voldoende mate afneemt en de referentiewaarde in een bevredigend tempo benadert.

De referentiewaarden worden nader omschreven in het aan dit Verdrag gehechte protocol betreffende de procedure bij buitensporige tekorten.

3. Indien een lidstaat niet voldoet aan deze of aan een van deze criteria, stelt de Commissie een verslag op. In het verslag van de Commissie wordt er tevens rekening mee gehouden of het overheidstekort groter is dan de investeringsuitgaven van de overheid en worden alle andere relevante factoren in aanmerking genomen, met inbegrip van de economische en budgettaire situatie van de lidstaat op middellange termijn.

Voorts kan de Commissie een verslag opstellen indien zij - ook al is aan de criteria voldaan - van mening is dat er gevaar voor een buitensporig tekort in een lidstaat aanwezig is.

4. Het in artikel 114 bedoelde Comité brengt advies uit over het verslag van de Commissie.

5. Indien de Commissie van oordeel is dat er in een lidstaat een buitensporig tekort bestaat of kan ontstaan, brengt zij advies uit aan de Raad.

6. Op aanbeveling van de Commissie en rekening houdend met de opmerkingen die de betrokken lidstaat eventueel wenst te maken, besluit de Raad, na een algehele evaluatie te hebben gemaakt, met gekwalificeerde meerderheid van stemmen of er al dan niet een buitensporig tekort bestaat.

7. Wanneer overeenkomstig lid 6 is besloten dat er een buitensporig tekort bestaat, richt de Raad aanbevelingen tot de betrokken lidstaat om te bereiken dat deze situatie binnen een bepaalde periode wordt verholpen. Behoudens het bepaalde in lid 8, worden deze aanbevelingen niet openbaar gemaakt.

8. Wanneer de Raad vaststelt dat binnen de voorgeschreven periode geen effectief gevolg aan zijn aanbevelingen is gegeven, kan hij zijn aanbevelingen openbaar maken.

9. Wanneer een lidstaat blijft verzuimen uitvoering te geven aan de aanbevelingen van de Raad, kan de Raad besluiten de betrokken lidstaat aan te manen binnen een voorgeschreven termijn maatregelen te treffen om het tekort te verminderen in de mate die de Raad nodig acht om de situatie te verhelpen.

In dat geval kan de Raad de betrokken lidstaat verzoeken volgens een nauwkeurig tijdschema verslag uit te brengen, teneinde na te gaan welke aanpassingsmaatregelen die lidstaat heeft getroffen.

10. Het recht om een klacht in te dienen, als bedoeld in de artikelen 226 en 227, kan niet worden uitgeoefend in het kader van de toepassing van de leden 1 tot en met 9 van dit artikel.

11. Zolang een lidstaat zich niet voegt naar een overeenkomstig lid 9 genomen besluit, kan de Raad één of meer van de volgende maatregelen toepassen of in voorkomend geval aanscherpen:

- eisen dat de betrokken lidstaat door de Raad te bepalen aanvullende informatie openbaar maakt voordat hij obligaties en andere waardepapieren uitgeeft;
- de Europese Investeringsbank verzoeken haar beleid inzake kredietverstrekking ten aanzien van de betrokken lidstaat opnieuw te bezien;
- eisen dat de betrokken lidstaat bij de Gemeenschap een niet rentedragend bedrag van een passende omvang deponeert, totdat het buitensporige tekort naar het oordeel van de Raad is gecorrigeerd;
- boetes van een passende omvang opleggen.

De voorzitter van de Raad stelt het Europees Parlement van de genomen besluiten in kennis.

12. De Raad trekt de in de leden 6 tot en met 9 en 11 bedoelde besluiten of sommige daarvan in, indien hij van oordeel is dat het buitensporige tekort in de betrokken lidstaat is gecorrigeerd. Indien de Raad voordien aanbevelingen openbaar heeft gemaakt, legt hij, zodra het besluit uit hoofde van lid 8 is ingetrokken, een openbare verklaring af waarin wordt gezegd dat er niet langer een buitensporig tekort in de betrokken lidstaat bestaat.

13. De in de leden 7 tot en met 9, 11 en 12 bedoelde besluiten worden door de Raad op aanbeveling van de Commissie genomen met een meerderheid van twee derde van de volgens artikel 205, lid 2, gewogen stemmen van zijn leden, met uitsluiting van de stemmen van de vertegenwoordiger van de betrokken lidstaat.

14. Verdere bepalingen betreffende de tenuitvoerlegging van de in dit artikel omschreven procedure zijn opgenomen in het aan dit Verdrag gehechte protocol betreffende de procedure bij buitensporige tekorten.

Op voorstel van de Commissie en na raadpleging van het Europees Parlement en van de ECB, neemt de Raad met eenparigheid van stemmen passende bepalingen aan die in de plaats van voornoemd protocol komen.

Onder voorbehoud van de andere bepalingen van dit lid, stelt de Raad vóór 1 januari 1994 op voorstel van de Commissie en na raadpleging van het Europees Parlement, met gekwalificeerde meerderheid van stemmen nadere voorschriften en definities voor de toepassing van de bepalingen van dit protocol vast.

Hoofdstuk 2

Monetair beleid

Artikel 105 (ex artikel 105)

1. Het hoofddoel van het ESCB is het handhaven van prijsstabiliteit. Onverminderd het doel van prijsstabiliteit ondersteunt het ESCB het algemene economische beleid in de Gemeenschap teneinde bij te dragen tot de verwezenlijking van de in artikel 2 omschreven doelstellingen van de Gemeenschap. Het ESCB handelt in overeenstemming met het beginsel van een open markteconomie met vrije mededinging, waarbij een doelmatige allocatie van middelen wordt bevorderd, en met inachtneming van de beginselen die zijn neergelegd in artikel 4.

2. De via het ESCB uit te voeren fundamentele taken zijn:

- het bepalen en ten uitvoer leggen van het monetair beleid van de Gemeenschap;
- het verrichten van valutamarktoperaties in overeenstemming met de bepalingen van artikel 111;
- het aanhouden en beheren van de officiële externe reserves van de lidstaten;
- het bevorderen van een goede werking van het betalingsverkeer.

3. Het bepaalde in lid 2, derde streepje, laat het aanhouden en beheren van werksaldi in buitenlandse valuta's door de regeringen van de lidstaten onverlet.
4. De ECB wordt geraadpleegd:
 - over elk voorstel voor een communautair besluit op de gebieden die onder haar bevoegdheid vallen;
 - door de nationale autoriteiten over elk ontwerp van wettelijke bepaling op de gebieden die onder haar bevoegdheid vallen, doch binnen de grenzen en onder de voorwaarden die de Raad volgens de procedure van artikel 107, lid 6, vaststelt.

De ECB kan advies uitbrengen aan de geëigende instellingen of organen van de Gemeenschap of aan nationale autoriteiten omtrent aangelegenheden op de gebieden die onder haar bevoegdheid vallen.

5. Het ESCB draagt bij tot een goede beleidsvoering van de bevoegde autoriteiten ten aanzien van het bedrijfseconomisch toezicht op kredietinstellingen en de stabiliteit van het financiële stelsel.
6. De Raad kan op voorstel van de Commissie en na raadpleging van de ECB en met instemming van het Europees Parlement met eenparigheid van stemmen besluiten aan de ECB specifieke taken op te dragen betreffende het beleid op het gebied van het bedrijfseconomisch toezicht op kredietinstellingen en andere financiële instellingen, met uitzondering van verzekeringsondernemingen.

Artikel 106 (ex artikel 105 a)

1. De ECB heeft het alleenrecht machtiging te geven tot de uitgifte van bankbiljetten binnen de Gemeenschap. De ECB en de nationale centrale banken mogen bankbiljetten uitgeven. De door de ECB en de nationale centrale banken uitgegeven bankbiljetten zijn de enige bankbiljetten die binnen de Gemeenschap de hoedanigheid van wettig betaalmiddel hebben.
2. De lidstaten kunnen munten uitgeven, onder voorbehoud van goedkeuring van de ECB met betrekking tot de omvang van de uitgifte. De Raad kan, volgens de procedure van artikel 252 en na raadpleging van de ECB, maatregelen nemen om de nominale waarden en technische specificaties van alle voor circulatie bestemde munten te harmoniseren voorzover dit nodig is voor een goede circulatie van munten binnen de Gemeenschap.

Artikel 107 (ex artikel 106)

1. Het ESCB bestaat uit de ECB en de nationale centrale banken.
2. De ECB bezit rechtspersoonlijkheid.
3. Het ESCB wordt bestuurd door de besluitvormende organen van de ECB, te weten de Raad van bestuur en de directie.
4. De statuten van het ESCB zijn opgenomen in een aan dit Verdrag gehecht protocol.

5. De artikelen 5.1, 5.2, 5.3, 17, 18, 19.1, 22, 23, 24, 26, 32.2, 32.3, 32.4, 32.6, 33.1 (a) en 36 van de statuten van het ESCB kunnen door de Raad worden gewijzigd met gekwalificeerde meerderheid van stemmen op aanbeveling van de ECB en na raadpleging van de Commissie, of met eenparigheid van stemmen op voorstel van de Commissie en na raadpleging van de ECB. In beide gevallen is de instemming van het Europees Parlement vereist.

6. De in de artikelen 4, 5.4, 19.2, 20, 28.1, 29.2, 30.4 en 34.3 van de statuten van de ESCB bedoelde bepalingen worden door de Raad aangenomen met gekwalificeerde meerderheid van stemmen hetzij op voorstel van de Commissie en na raadpleging van het Europees Parlement en de ECB, hetzij op aanbeveling van de ECB en na raadpleging van het Europees Parlement en de Commissie.

Artikel 108 (ex artikel 107)

Bij de uitoefening van de bevoegdheden en het vervullen van de taken en plichten die bij dit Verdrag en de statuten van het ESCB aan hen zijn opgedragen, is het noch de ECB, noch een nationale centrale bank, noch enig lid van hun besluitvormende organen toegestaan instructies te vragen aan dan wel te aanvaarden van instellingen of organen van de Gemeenschap, van regeringen van lidstaten of van enig ander orgaan. De instellingen en organen van de Gemeenschap alsmede de regeringen van de lidstaten verplichten zich ertoe dit beginsel te eerbiedigen en niet te trachten de leden van de besluitvormende organen van de ECB of van de nationale centrale banken bij de uitvoering van hun taken te beïnvloeden.

Artikel 109 (ex artikel 108)

Iedere lidstaat draagt er zorg voor dat zijn nationale wetgeving, met inbegrip van de statuten van zijn nationale centrale bank, uiterlijk op de datum van oprichting van het ESCB verenigbaar is met dit Verdrag en met de statuten van het ESCB.

Artikel 110 (ex artikel 108 a)

1. Ter uitvoering van de aan het ESCB opgedragen taken, zal de ECB, overeenkomstig het bepaalde in dit Verdrag en onder de voorwaarden van de statuten van het ESCB:

- verordeningen vaststellen voorzover nodig voor de uitvoering van de taken omschreven in artikel 3.1, eerste streepje, artikel 19.1, artikel 22 of artikel 25.2 van de statuten van het ESCB, alsmede in de gevallen die worden bepaald in de in artikel 107, lid 6, bedoelde besluiten van de Raad;
- de beschikkingen geven die nodig zijn voor de uitvoering van de bij dit Verdrag en de statuten van het ESCB aan het ESCB opgedragen taken;
- aanbevelingen doen en adviezen uitbrengen.

2. Een verordening is van algemene toepassing. Zij is verbindend in al haar onderdelen en is rechtstreeks toepasselijk in alle lidstaten.

Aanbevelingen en adviezen zijn niet verbindend.

Een beschikking is verbindend in al haar onderdelen voor degenen tot wie zij is gericht.

De artikelen 253 tot en met 256 zijn van toepassing op de verordeningen en beschikkingen van de ECB.

De ECB kan besluiten haar beschikkingen, aanbevelingen en adviezen openbaar te maken.

3. Binnen de grenzen en onder de voorwaarden die door de Raad volgens de procedure van artikel 107, lid 6, worden vastgesteld, is de ECB gerechtigd om ondernemingen boetes of dwangsommen op te leggen bij niet naleving van de verplichtingen krachtens haar verordeningen en beschikkingen.

Artikel III (ex artikel 109)

1. In afwijking van artikel 300 kan de Raad met eenparigheid van stemmen op aanbeveling van de ECB of van de Commissie en na raadpleging van de ECB teneinde een consensus te bereiken die verenigbaar is met de doelstelling van prijsstabiliteit, en na raadpleging van het Europees Parlement, overeenkomstig de in lid 3 voor de vaststelling van in regelingen omschreven procedures, formele overeenkomsten sluiten over een wisselkoerssysteem voor de Ecu ten opzichte van niet Gemeenschapsvaluta's. De Raad kan, met gekwalificeerde meerderheid van stemmen op aanbeveling van de ECB of van de Commissie en na raadpleging van de ECB teneinde een consensus te bereiken die verenigbaar is met de doelstelling van prijsstabiliteit, de Ecu spilkoersen binnen het wisselkoerssysteem invoeren, wijzigen of afschaffen. De voorzitter van de Raad stelt het Europees Parlement in kennis van de invoering, wijziging of afschaffing van de Ecu spilkoers.

2. Bij gebreke van een wisselkoerssysteem ten opzichte van één of meer niet-Gemeenschapsvaluta's als bedoeld in lid 1, kan de Raad met gekwalificeerde meerderheid van stemmen op aanbeveling van de Commissie en na raadpleging van de ECB, of op aanbeveling van de ECB, algemene oriëntaties voor het wisselkoersbeleid ten opzichte van deze valuta's vaststellen. Deze algemene oriëntaties laten het hoofdoel van het ESCB, zijnde het handhaven van de prijsstabiliteit, onverlet.

3. In afwijking van artikel 300 neemt de Raad, wanneer de Gemeenschap onderhandelingen met één of meer staten of internationale organisaties moet voeren over aangelegenheden betreffende het monetaire of wisselkoersregime, met gekwalificeerde meerderheid van stemmen op aanbeveling van de Commissie en na raadpleging van de ECB, besluiten over de regelingen voor de onderhandelingen over en de sluiting van dergelijke overeenkomsten. Deze regelingen verzekeren dat de Gemeenschap één standpunt inneemt. De Commissie wordt ten volle bij de onderhandelingen betrokken.

Overeenkomsten die in overeenstemming met dit lid worden gesloten, zijn bindend voor de instellingen van de Gemeenschap, de ECB en de lidstaten.

4. Onder voorbehoud van lid 1 besluit de Raad, op voorstel van de Commissie en na raadpleging van de ECB, met gekwalificeerde meerderheid van stemmen over het standpunt van de Gemeenschap in internationale fora ten aanzien van onderwerpen die van bijzonder belang zijn voor de Economische en Monetaire Unie, en met een-

parigheid van stemmen over de wijze waarop zij overeenkomstig de in de artikelen 99 en 105 vastgelegde bevoegdheidsverdeling wordt vertegenwoordigd.

5. Onverminderd de bevoegdheid van de Gemeenschap en de overeenkomsten van de Gemeenschap ten aanzien van de Economische en Monetaire Unie, mogen de lidstaten in internationale organen onderhandelingen voeren en internationale overeenkomsten sluiten.

Hoofdstuk 3

Institutionele bepalingen

Artikel 112 (ex artikel 109 a)

1. De Raad van bestuur van de ECB bestaat uit de leden van de directie van de ECB en de presidenten van de nationale centrale banken.
2. (a) De directie bestaat uit de president, de vice-president en vier andere leden.
(b) De president, de vice-president en de overige leden van de directie worden gekozen uit personen met een erkende reputatie en beroepservaring op monetair of bancaire gebied en worden in onderlinge overeenstemming door de regeringen van de lidstaten op het niveau van de staatshoofden en regeringsleiders benoemd op aanbeveling van de Raad, die het Europees Parlement en de Raad van bestuur van de ECB heeft geraadpleegd.

Zij worden voor een periode van acht jaar benoemd en zijn niet herbenoembaar.

Alleen zij die de nationaliteit van één van de lidstaten bezitten, kunnen lid van de directie zijn.

Artikel 113 (ex artikel 109 b)

1. De voorzitter van de Raad en een lid van de Commissie mogen zonder stemrecht aan de vergaderingen van de Raad van bestuur van de ECB deelnemen.

De voorzitter van de Raad kan aan de Raad van bestuur van de ECB een motie ter bespreking voorleggen.

2. De president van de ECB wordt uitgenodigd om aan de vergaderingen van de Raad deel te nemen wanneer deze aangelegenheden bespreekt met betrekking tot de doelstellingen en de taken van het ESCB.

3. De ECB stelt een jaarverslag over de werkzaamheden van het ESCB en over het monetair beleid in het afgelopen jaar en het lopende jaar op voor het Europees Parlement, de Raad en de Commissie, alsmede voor de Europese Raad. De president van de ECB legt dit verslag voor aan de Raad en aan het Europees Parlement dat op die basis een algemeen debat kan houden.

De president van de ECB en de overige leden van de directie kunnen op verzoek van het Europees Parlement of op eigen initiatief worden gehoord door de bevoegde commissies van het Europees Parlement.

Artikel 114 (ex artikel 109 c)

1. Teneinde de coördinatie van het beleid van de lidstaten te bevorderen in de volle omvang die nodig is voor de werking van de interne markt, wordt een Monetair Comité van raadgevende aard ingesteld.

Het Monetair Comité heeft tot taak:

- de monetaire en financiële toestand van de lidstaten en van de Gemeenschap alsmede de algemene regeling van het betalingsverkeer van de lidstaten te volgen en ter zake regelmatig aan de Raad en aan de Commissie verslag uit te brengen;
- hetzij op verzoek van de Raad of van de Commissie, hetzij op eigen initiatief adviezen aan deze instellingen uit te brengen;
- onverminderd artikel 207, bij te dragen aan de voorbereiding van de werkzaamheden van de Raad, bedoeld in de artikelen 59 en 60, artikel 99, leden 2, 3, 4 en 5, de artikelen 100, 102, 103 en 104, artikel 116, lid 2, artikel 117, lid 6, artikel 119, artikel 120, artikel 121, lid 2, en artikel 122, lid 1;
- ten minste eenmaal per jaar de toestand te onderzoeken met betrekking tot het kapitaalverkeer en de vrijheid van het betalingsverkeer, zoals deze voortvloeiën uit de toepassing van dit Verdrag en van door de Raad genomen maatregelen; dit onderzoek heeft betrekking op alle maatregelen betreffende kapitaalverkeer en betalingsverkeer; het Comité brengt de Commissie en de Raad verslag uit over de resultaten van dit onderzoek.

De lidstaten en de Commissie benoemen ieder twee leden van het Monetair Comité.

2. Aan het begin van de derde fase wordt een Economisch en Financieel Comité ingesteld. Het in lid 1 bedoelde Monetair Comité wordt ontbonden.

Het Economisch en Financieel Comité heeft tot taak:

- hetzij op verzoek van de Raad of van de Commissie, hetzij op eigen initiatief adviezen aan deze instellingen uit te brengen;
- de economische en financiële toestand van de lidstaten en van de Gemeenschap te volgen en ter zake regelmatig aan de Raad en aan de Commissie verslag uit te brengen, inzonderheid wat betreft de financiële betrekkingen met derde landen en internationale instellingen;
- onverminderd artikel 207, bij te dragen aan de voorbereiding van de werkzaamheden van de Raad, bedoeld in de artikelen 59 en 60, artikel 99, leden 2, 3, 4 en 5, de artikelen 100, 102, 103 en 104, artikel 105, lid 6, artikel 106, lid 2, artikel 107, leden 5 en 6, de artikelen 111 en 119, artikel 120, leden 2 en 3, artikel 122, lid 2, en artikel 123, leden 4 en 5, en andere adviserende en voorbereidende taken die de Raad aan het Comité heeft opgedragen, uit te voeren;
- ten minste eenmaal per jaar de toestand te onderzoeken met betrekking tot het kapitaalverkeer en de vrijheid van het betalingsverkeer, zoals deze voortvloeiën uit de toepassing van dit Verdrag en van door de Raad genomen maatregelen; dit onderzoek heeft betrekking op alle maatregelen betreffende kapitaalverkeer en

betalingsverkeer; het Comité brengt de Commissie en de Raad verslag uit over de resultaten van dit onderzoek.

De lidstaten, de Commissie en de ECB benoemen ieder ten hoogste twee leden van het Comité.

3. De Raad stelt met gekwalificeerde meerderheid van stemmen op voorstel van de Commissie en na raadpleging van de ECB en het in dit artikel bedoelde Comité, nadere bepalingen betreffende de samenstelling van het Economisch en Financieel Comité vast. De voorzitter van de Raad stelt het Europees Parlement van het desbetreffende besluit in kennis.

4. Naast de vervulling van de in lid 2 genoemde taken volgt het Comité, indien en zolang er lidstaten zijn met een derogatie als bedoeld in de artikelen 122 en 123, de monetaire en financiële toestand en de algemene regeling van het betalingsverkeer van die lidstaten en brengt het ter zake regelmatig verslag uit aan de Raad en aan de Commissie.

Artikel 115 (ex artikel 109 d)

De Raad of een lidstaat kan de Commissie verzoeken een aanbeveling of een voorstel te doen betreffende aangelegenheden die onder artikel 99, lid 4, artikel 104, met uitzondering van lid 14, de artikelen 111, 121, 122 en artikel 123, leden 4 en 5, vallen. De Commissie onderzoekt dit verzoek en legt haar conclusies onverwijld aan de Raad voor.

Hoofdstuk 4

Overgangsbepalingen

Artikel 119 (ex artikel 109 h)

1. In geval van moeilijkheden of ernstig dreigende moeilijkheden in de betalingsbalans van een lidstaat, die voortvloeien hetzij uit het ontbreken van het globaal evenwicht van zijn balans hetzij uit de aard van zijn beschikbare deviezen, en die met name de werking van de gemeenschappelijke markt of de geleidelijke verwezenlijking van de gemeenschappelijke handelspolitiek in gevaar kunnen brengen, onderwerpt de Commissie de toestand in die staat en de maatregelen welke hij overeenkomstig het bepaalde in dit Verdrag met gebruikmaking van alle hem ten dienste staande middelen heeft genomen of kan nemen, onverwijld aan een onderzoek. De Commissie geeft de maatregelen aan die zij de betrokken staat aanbeveelt.

Indien de door de lidstaat getroffen en de door de Commissie in overweging gegeven maatregelen niet voldoende blijken te zijn om de ondervonden of dreigende moeilijkheden uit de weg te ruimen, doet de Commissie, na raadpleging van het in artikel 114 bedoelde Comité, aan de Raad aanbevelingen tot wederzijdse bijstand en betreffende passende maatregelen om die moeilijkheden uit de weg te ruimen.

De Commissie houdt de Raad regelmatig van de toestand en de ontwikkeling daarvan op de hoogte.

2. De Raad kent met gekwalificeerde meerderheid van stemmen de wederzijdse bijstand toe; hij stelt richtlijnen of beschikkingen vast die de voorwaarden en de wijze van toepassing daarvan bepalen. De wederzijdse bijstand kan met name de vorm aannemen van:

- (a) een gezamenlijk optreden bij andere internationale organisaties waarop de lidstaten een beroep kunnen doen;
- (b) maatregelen noodzakelijk om het zich verleggen van het handelsverkeer te vermijden, wanneer het land dat in moeilijkheden verkeert, kwantitatieve beperkingen ten aanzien van derde landen handhaaft of wederinvoert;
- (c) de verlening van beperkte kredieten door andere lidstaten, onder voorbehoud van hun toestemming.

3. Indien de door de Commissie aanbevolen wederzijdse bijstand door de Raad niet wordt goedgekeurd of wanneer de goedgekeurde wederzijdse bijstand en de getroffen maatregelen ontoereikend zijn, machtigt de Commissie de in moeilijkheden verkerende staat vrijwaringsmaatregelen te nemen waarvan zij de voorwaarden en de wijze van toepassing bepaalt.

De Raad kan met gekwalificeerde meerderheid van stemmen deze machtiging intrekken en deze voorwaarden en wijze van toepassing wijzigen.

4. Behoudens artikel 122, lid 6, is dit artikel niet meer van toepassing met ingang van het begin van de derde fase.

Artikel 120 (ex artikel 109 i)

1. In geval van een plotselinge crisis in de betalingsbalans en indien een besluit in de zin van artikel 119, lid 2, niet onmiddellijk wordt genomen, kan de betrokken lidstaat te zijner bescherming de noodzakelijke vrijwaringsmaatregelen treffen. Die maatregelen moeten zo weinig mogelijk verstoringen in de werking van de gemeenschappelijke markt teweegbrengen en mogen niet verder reiken dan strikt onvermijdelijk is om de plotseling opgetreden moeilijkheden te overwinnen.

2. De Commissie en de andere lidstaten moeten van die vrijwaringsmaatregelen uiterlijk op het tijdstip van hun inwerkingtreding op de hoogte worden gebracht. De Commissie kan de Raad wederzijdse bijstand overeenkomstig artikel 119 aanbevelen.

3. Op advies van de Commissie en na raadpleging van het in artikel 114 bedoelde Comité kan de Raad met gekwalificeerde meerderheid van stemmen besluiten dat de betrokken staat bovenbedoelde vrijwaringsmaatregelen moet wijzigen, schorsen of intrekken.

4. Behoudens artikel 122, lid 6, is dit artikel niet meer van toepassing met ingang van het begin van de derde fase.

Artikel 121 (ex artikel 109 j)

1. De Commissie en het EMI brengen aan de Raad verslag uit over de vooruitgang die door de lidstaten is geboekt bij de nakoming van hun verplichtingen met het oog op de totstandbrenging van de Economische en Monetaire Unie. Deze verslagen bevatten tevens een onderzoek naar de verenigbaarheid van de nationale wetgeving van elke lidstaat, met inbegrip van de statuten van zijn nationale centrale bank, met artikel 108 en artikel 109 van dit Verdrag en de statuten van het ESCB. In deze verslagen wordt ook nagegaan of er een hoge mate van duurzame convergentie is bereikt, aan de hand van de mate waarin elke lidstaat aan de volgende criteria voldoet:

- het bereiken van een hoge mate van prijsstabiliteit; dit blijkt uit een inflatiepercentage dat dicht ligt bij dat van ten hoogste de drie lidstaten die op het gebied van de prijsstabiliteit het best presteren;
- het houdbare karakter van de situatie van de overheidsfinanciën; dit blijkt uit een begrotingssituatie van de overheid zonder een buitensporig tekort als bedoeld in artikel 104, lid 6;
- de inachtneming van de normale fluctuatiemarges van het wisselkoersmechanisme van het Europees Monetair Stelsel, gedurende ten minste twee jaar, zonder devaluatie ten opzichte van de munt van een andere lidstaat;
- de duurzaamheid van de door de lidstaat bereikte convergentie en van zijn deelneming aan het wisselkoersmechanisme van het Europees Monetair Stelsel, hetgeen tot uitdrukking komt in het niveau van de rentevoet voor de lange termijn.

De vier in dit lid genoemde criteria en de betreffende perioden tijdens welke daaraan moet worden voldaan, worden nader uitgewerkt in een aan dit Verdrag gehecht protocol. In de verslagen van de Commissie en het EMI wordt ook rekening gehouden met de ontwikkeling van de Ecu, de resultaten van de integratie van de markten, de situatie en de ontwikkeling van de lopende rekeningen van de betalingsbalansen, en een onderzoek naar de ontwikkeling van de loonkosten per eenheid product en andere prijsindicatoren.

2. Aan de hand van deze verslagen beoordeelt de Raad met gekwalificeerde meerderheid van stemmen op aanbeveling van de Commissie:

- voor elke lidstaat, of hij aan de nodige voorwaarden voor de aanneming van één munt voldoet;
- of een meerderheid van de lidstaten aan de nodige voorwaarden voor de aanneming van één munt voldoet, en doet hij op grond van zijn bevindingen een aanbeveling aan de Raad in de samenstelling van de staatshoofden en regeringsleiders. Het Europees Parlement wordt geraadpleegd en doet zijn advies toekomen aan de Raad in de samenstelling van de staatshoofden en regeringsleiders.

3. Op gepaste wijze rekening houdend met de verslagen als bedoeld in lid 1 en met het advies van het Europees Parlement als bedoeld in lid 2, zal de Raad in de samenstelling van de staatshoofden en regeringsleiders uiterlijk op 31 december 1996 met gekwalificeerde meerderheid van stemmen:

- op basis van de aanbevelingen van de Raad als bedoeld in lid 2 besluiten of een meerderheid van de lidstaten al dan niet aan de nodige voorwaarden voor de aanneming van één munt voldoet;
- besluiten of het passend is of niet dat de Gemeenschap de derde fase ingaat, en zo ja,
- de datum voor het ingaan van de derde fase vaststellen.

4. Indien eind 1997 de datum voor het ingaan van de derde fase niet is vastgesteld, begint de derde fase op 1 januari 1999. Vóór 1 juli 1998 zal de Raad in de samenstelling van de staatshoofden en regeringsleiders, na een herhaling van de procedure van de leden 1 en 2, het tweede streepje van lid 2 uitgezonderd, rekening houdend met de verslagen als bedoeld in lid 1 en met het advies van het Europees Parlement, met gekwalificeerde meerderheid van stemmen, op basis van de aanbevelingen van de Raad als bedoeld in lid 2, bevestigen welke lidstaten voldoen aan de nodige voorwaarden voor de aanneming van één munt.

Artikel 122 (ex artikel 109 k)

1. Indien het besluit tot vaststelling van de datum overeenkomstig artikel 121, lid 3, is genomen, besluit de Raad, op basis van zijn aanbevelingen als bedoeld in artikel 121, lid 2, met gekwalificeerde meerderheid van stemmen op aanbeveling van de Commissie over de vraag of bepaalde lidstaten, en zo ja, welke, een derogatie als omschreven in lid 3 van dit artikel hebben. Deze lidstaten worden hierna lidstaten met een derogatie genoemd.

Indien de Raad heeft bevestigd welke lidstaten overeenkomstig artikel 121, lid 4, aan de nodige voorwaarden voor de aanneming van één munt voldoen, hebben de lidstaten die niet aan de voorwaarden voldoen een derogatie als omschreven in lid 3 van dit artikel. Deze lidstaten worden hierna lidstaten met een derogatie genoemd.

2. Ten minste om de twee jaar of op verzoek van een lidstaat met een derogatie brengen de Commissie en de ECB volgens de procedure van artikel 121, lid 1, aan de Raad verslag uit. Na raadpleging van het Europees Parlement en na bespreking in de Raad in de samenstelling van de staatshoofden en regeringsleiders, besluit de Raad met gekwalificeerde meerderheid van stemmen op voorstel van de Commissie, welke lidstaten met een derogatie volgens de criteria van artikel 121, lid 1, aan de noodzakelijke voorwaarden voldoen, en trekt hij de derogaties van de betrokken lidstaten in.

3. Een derogatie als bedoeld in lid 1 heeft tot gevolg dat de volgende artikelen niet op de betrokken lidstaat van toepassing zijn: artikel 104, leden 9 en 11, artikel 105, leden 1, 2, 3 en 5, artikel 106, artikel 110, artikel 111 en artikel 112, lid 2, onder b). De uitsluiting van een dergelijke lidstaat en zijn nationale centrale bank van de rechten en plichten in het kader van het ESCB is vastgelegd in hoofdstuk IX van de statuten van het ESCB.

4. In de artikelen 105, leden 1, 2 en 3, 106, 110, 111 en 112, lid 2, onder b), wordt lidstaten gelezen als „lidstaten zonder derogatie”.

5. De stemrechten van de lidstaten met een derogatie worden geschorst voor de Raadsbesluiten als bedoeld in de in lid 3 genoemde artikelen van dit Verdrag. In dat geval geldt, in afwijking van artikel 205 en artikel 250, lid 1, als gekwalificeerde meerderheid twee derde van de volgens artikel 205, lid 2, gewogen stemmen van de vertegenwoordigers van de lidstaten zonder derogatie, en is eenparigheid van stemmen van die lidstaten vereist voor een besluit waarvoor eenparigheid vereist is.

6. Artikel 119 en artikel 120 blijven van toepassing voor een lidstaat met een derogatie.

Artikel 123 (ex artikel 109 I)

1. Onmiddellijk nadat het besluit over de datum voor het ingaan van de derde fase is genomen overeenkomstig artikel 121, lid 3, of, in voorkomend geval, onmiddellijk na 1 juli 1998:

- neemt de Raad de in artikel 107, lid 6, bedoelde bepalingen aan;
- benoemen de regeringen van de lidstaten zonder derogatie, volgens de procedure van artikel 50 van de statuten van het ESCB, de president, de vice-president en de overige leden van de directie van de ECB. Indien er lidstaten met een derogatie zijn, kan het aantal leden van de directie kleiner zijn dan voorgeschreven in artikel 11.1 van de statuten van het ESCB, maar in geen geval minder dan vier.

Zodra de directie is benoemd, worden het ESCB en de ECB opgericht en bereiden zij zich voor op hun volledig functioneren zoals omschreven in dit Verdrag en de statuten van het ESCB. De volledige uitoefening van hun bevoegdheden vangt aan op de eerste dag van de derde fase.

2. Zodra de ECB is opgericht, neemt de ECB, zo nodig, de taken van het EMI over. Het EMI gaat in liquidatie bij de oprichting van de ECB; de nadere bepalingen betreffende de liquidatie staan in de statuten van het EMI.

3. Indien en zolang er lidstaten met een derogatie zijn, wordt, onverminderd het bepaalde in artikel 107, lid 3, van dit Verdrag, de in artikel 45 van de statuten van de ESCB bedoelde Algemene Raad van de ECB als derde besluitvormend orgaan van de ECB gevormd.

4. Op de aanvangsdatum van de derde fase neemt de Raad, met eenparigheid van stemmen van de lidstaten zonder derogatie, op voorstel van de Commissie en na raadpleging van de ECB, de omrekeningskoersen aan die voor hun munteenheden onherroepelijk worden vastgesteld en waartegen deze munteenheden vervangen worden door de Ecu, en zal de Ecu een volwaardige munteenheid worden. Deze maatregel op zich brengt geen wijziging in de externe waarde van de Ecu mede. De Raad neemt tevens volgens dezelfde procedure de overige maatregelen die nodig zijn voor de spoedige invoering van de Ecu als enige munteenheid van de lidstaten.

5. Indien overeenkomstig de procedure van artikel 122, lid 2, wordt besloten tot intrekking van een derogatie, stelt de Raad met eenparigheid van stemmen van de lidstaten zonder derogatie en de betrokken lidstaat, op voorstel van de Commissie en

na raadpleging van de ECB, de koers vast waartegen de munteenheid van de betrokken lidstaat wordt vervangen door de Ecu, en neemt hij de overige maatregelen die nodig zijn voor de invoering van de Ecu als enige munteenheid in de betrokken lidstaat.

Artikel 124 (ex artikel 109 m)

1. Tot de aanvang van de derde fase behandelt iedere lidstaat zijn wisselkoersbeleid als een aangelegenheid van gemeenschappelijk belang. Daarbij houden de lidstaten rekening met de ervaring die is opgedaan bij de samenwerking in het kader van het Europees Monetair Stelsel (EMS) en bij de ontwikkeling van de Ecu, met inachtneming van de bestaande bevoegdheden.

2. Vanaf de aanvang van de derde fase en zolang een lidstaat een derogatie heeft, is lid 1 van overeenkomstige toepassing op het wisselkoersbeleid van deze lidstaat.

Bijlage 2

Protocol betreffende de Statuten van het Europees Stelsel van Centrale Banken en van de Europese Centrale Bank

De Hoge Verdragsluitende Partijen,

Geleid door de wens de Statuten van het Europees Stelsel van Centrale Banken en van de Europese Centrale Bank, bedoeld in artikel 8 van het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap, vast te stellen,

Hebben overeenstemming bereikt omtrent de volgende bepalingen, die aan het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap worden gehecht:

Hoofdstuk I

Oprichting van het ESCB

Artikel 1

Het Europees Stelsel van Centrale Banken

1.1. Het Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB) en de Europese Centrale Bank (ECB) worden opgericht overeenkomstig artikel 8 van het Verdrag; zij voeren hun taken en werkzaamheden uit overeenkomstig de bepalingen van het Verdrag en deze Statuten.

1.2. Overeenkomstig artikel 107, lid 1, van het Verdrag bestaat het ESCB uit de ECB en uit de centrale banken van de Lid-Staten (nationale centrale banken). Het 'Institut monétaire luxembourgeois' is de centrale bank van Luxemburg.

Hoofdstuk II

Doelstellingen en taken van het ESCB

Artikel 2

Doelstellingen

Overeenkomstig artikel 105, lid 1, van het Verdrag is het hoofddoel van het ESCB het handhaven van prijsstabiliteit. Onverminderd het doel van prijsstabiliteit ondersteunt het ESCB het algemene economische beleid in de Gemeenschap ten einde bij te dragen tot de verwezenlijking van de in artikel 2 van het Verdrag omschreven doelstellingen van de Gemeenschap. Het ESCB handelt in overeenstemming met het beginsel van een open markteconomie met vrije mededinging, waarbij een doelmatige allocatie van middelen wordt bevorderd, en met inachtneming van de beginselen die zijn neergelegd in artikel 4 van het Verdrag.

Artikel 3

Taken

3.1. Overeenkomstig artikel 105, lid 2, van het Verdrag zijn de via het ESCB uit te voeren fundamentele taken:

- het bepalen en ten uitvoer leggen van het monetair beleid van de Gemeenschap;
- het verrichten van valutamarktoperaties in overeenstemming met de bepalingen van artikel 111 van het Verdrag;
- het aanhouden en beheren van de officiële externe reserves van de Lid-Staten;
- het bevorderen van een goede werking van het betalingsverkeer.

3.2. Overeenkomstig artikel 105, lid 3, van het Verdrag laat het bepaalde in het derde streepje van artikel 3.1 het aanhouden en beheren van werksaldi in buitenlandse valuta's door de regeringen van de Lid-Staten onverlet.

3.3. Overeenkomstig artikel 105, lid 5, van het Verdrag draagt het ESCB bij tot een goede beleidsvoering van de bevoegde autoriteiten ten aanzien van het bedrijfs-economisch toezicht op kredietinstellingen en de stabiliteit van het financiële stelsel.

Artikel 4

Adviesfuncties

Overeenkomstig artikel 105, lid 4, van het Verdrag:

- (a) wordt de ECB geraadpleegd
- over elk voorstel voor een communautair besluit op de gebieden die onder haar bevoegdheid vallen;
 - door de nationale autoriteiten over elk ontwerp van wettelijke bepaling op de gebieden die onder haar bevoegdheid vallen, doch binnen de grenzen en onder de voorwaarden die de Raad volgens de procedure van artikel 42 vaststelt;
- (b) kan de ECB advies uitbrengen aan de geëigende instellingen of organen van de Gemeenschap of nationale autoriteiten omtrent aangelegenheden op de gebieden die onder haar bevoegdheid vallen.

Artikel 5

Het verzamelen van statistische gegevens

5.1. Ten einde de taken van het ESCB te kunnen vervullen, verzamelt de ECB, bijgestaan door de nationale centrale banken, de benodigde statistische gegevens, hetzij bij de bevoegde nationale autoriteiten hetzij rechtstreeks bij de economische subjecten. Hiertoe werkt zij samen met de instellingen of organen van de Gemeenschap en met de bevoegde autoriteiten van de Lid-Staten of van derde landen en met internationale organisaties.

5.2. De nationale centrale banken voeren, voor zover mogelijk, de in artikel 5.1 omschreven taken uit.

5.3. De ECB draagt waar nodig bij tot de harmonisatie van de regels en werkwijzen voor het verzamelen, opmaken en verspreiden van statistieken betreffende de gebieden die onder haar bevoegdheid vallen.

5.4. De Raad bepaalt volgens de procedure van artikel 42 welke natuurlijke en rechtspersonen onderworpen zijn aan rapportageverplichtingen, hoe de geheimhoudingsplicht wordt geregeld, en hoe wordt voorzien in passende handhabingsbepalingen.

Artikel 6

Internationale samenwerking

- 6.1. Op het terrein van de internationale samenwerking met betrekking tot de aan het ESCB opgedragen taken besluit de ECB hoe het ESCB wordt vertegenwoordigd.
- 6.2. De ECB en, met haar toestemming, de nationale centrale banken kunnen deelnemen in internationale monetaire instellingen.
- 6.3. Artikel 6.1 en artikel 6.2 laten artikel 111, lid 4, van het Verdrag onverlet.

Hoofdstuk III

Organisatie van het ESCB

Artikel 7

Onafhankelijkheid

Overeenkomstig artikel 108 van het Verdrag is het aan de ECB noch aan een nationale centrale bank, noch aan enig lid van hun besluitvormende organen toegestaan bij de uitoefening van de bevoegdheden en het vervullen van de taken en plichten die bij het Verdrag en deze Statuten aan hen zijn opgedragen, instructies te vragen aan dan wel te aanvaarden van instellingen of organen van de Gemeenschap, van regeringen van Lid-Statens of van enig ander orgaan. De instellingen en organen van de Gemeenschap alsmede de regeringen van de Lid-Statens verplichten zich ertoe dit beginsel te eerbiedigen en niet te trachten de leden van de besluitvormende organen van de ECB of van de nationale centrale banken bij de uitvoering van hun taken te beïnvloeden.

Artikel 8

Algemene grondslag

Het ESCB wordt bestuurd door de besluitvormende organen van de ECB.

Artikel 9

De Europese Centrale Bank

- 9.1. De ECB, die overeenkomstig artikel 107, lid 2, van het Verdrag rechtspersoonlijkheid bezit, heeft in elk van de Lid-Statens de ruimste handelingsbevoegdheid welke door de wetgeving van de betrokken Lid-Staat aan rechtspersonen wordt toegekend; zij kan met name roerende en onroerende zaken verkrijgen of vervreemden en in rechte optreden.
- 9.2. De ECB heeft tot taak erop toe te zien dat de bij artikel 105, leden 2, 3 en 5, van het Verdrag aan het ESCB opgedragen taken worden uitgevoerd, hetzij door eigen werkzaamheden overeenkomstig deze Statuten hetzij via de nationale centrale banken overeenkomstig artikel 12.1 en artikel 14.
- 9.3. Overeenkomstig artikel 107, lid 3, van het Verdrag zijn de besluitvormende organen van de ECB de Raad van Bestuur en de Directie.

Artikel 10

De Raad van Bestuur

- 10.1. Overeenkomstig artikel 112, lid 1, van het Verdrag bestaat de Raad van Bestuur uit de leden van de Directie en de presidenten van de nationale centrale banken.

10.2. Onder voorbehoud van artikel 10.3 hebben slechts persoonlijk aanwezige leden van de Raad van Bestuur stemrecht. In afwijking van deze regel kan in het in artikel 12.3 bedoelde Reglement van Orde worden bepaald dat leden van de Raad van Bestuur hun stem via een teleconferentie kunnen uitbrengen. Dat Reglement van Orde bepaalt ook dat een lid van de Raad van Bestuur dat langdurig verhinderd is te stemmen, een plaatsvervanger kan aanwijzen als lid van de Raad van Bestuur.

Onder voorbehoud van artikel 10.3 en artikel 11.3 heeft ieder lid van de Raad van Bestuur één stem. Tenzij in deze Statuten anders is bepaald, besluit de Raad van Bestuur met gewone meerderheid van stemmen. Bij staking van stemmen brengt de President de beslissende stem uit.

Alvorens de Raad van Bestuur tot stemming kan overgaan, dient een quorum aanwezig te zijn van twee derde van de leden. Indien het quorum niet aanwezig is, kan de President een buitengewone vergadering bijeenroepen waar besluiten kunnen worden genomen zonder inachtneming van het bovenbedoelde quorum.

10.3. Voor alle besluiten die op grond van de artikelen 28, 29, 30, 32, 33 en 51 dienen te worden genomen, worden de stemmen van de leden van de Raad van Bestuur gewogen overeenkomstig de verdeling van het geplaatste kapitaal van de ECB onder de nationale centrale banken. Aan de stemmen van de Directieleden wordt een gewicht van nul toegekend. Een besluit met gekwalificeerde meerderheid van stemmen wordt geacht te zijn aangenomen wanneer de stemmen voor het besluit ten minste twee derde van het geplaatste kapitaal van de ECB en ten minste de helft van de aandeelhouders vertegenwoordigen. Indien een president verhinderd is, mag hij een plaatsvervanger aanwijzen om zijn gewogen stem uit te brengen.

10.4. De besprekingen van de vergaderingen zijn vertrouwelijk. De Raad van Bestuur kan besluiten het resultaat van zijn beraadslagingen openbaar te maken.

10.5. De Raad van Bestuur vergadert ten minste tienmaal per jaar.

Artikel 11

De Directie

11.1. Overeenkomstig artikel 112, lid 2, onder (a), van het Verdrag bestaat de Directie uit de President, de Vice-President en vier andere leden.

De leden vervullen hun taken voltijds. Geen lid mag een beroepswerkzaamheid al dan niet tegen beloning verrichten, tenzij van deze bepaling door de Raad van Bestuur bij uitzondering afwijking is toegestaan.

11.2. Overeenkomstig artikel 112, lid 2, onder (b), van het Verdrag worden de President, de Vice-President en de overige leden van de Directie in onderlinge overeenstemming door de regeringen van de Lid-Staten op het niveau van de Staatshoofden en Regeringsleiders benoemd op aanbeveling van de Raad, die het Europees Parlement en de Raad van Bestuur van de ECB vooraf heeft geraadpleegd; zij worden gekozen uit personen met een erkende reputatie en beroepservaring op monetair of bancaire gebied.

Zij worden voor een periode van acht jaar benoemd en zijn niet herbenoembaar. Alleen zij die de nationaliteit van één van de Lid-Staten bezitten, kunnen lid van de Directie zijn.

11.3. De arbeidsvoorwaarden van de leden van de Directie, in het bijzonder hun salarissen, pensioenen en overige sociale-zekerheidsvoorzieningen, worden geregeld in overeenkomsten met de ECB en worden vastgesteld door de Raad van Bestuur op voorstel van een commissie bestaande uit drie door de Raad van Bestuur benoemde

leden en drie door de Raad benoemde leden. De leden van de Directie hebben geen stemrecht ten aanzien van de in dit lid bedoelde aangelegenheden.

11.4. Op verzoek van de Raad van Bestuur of van de Directie kan een lid van de Directie dat niet meer aan de eisen voor de uitoefening van zijn ambt voldoet of op ernstige wijze is tekortgeschoten, door het Hof van Justitie van zijn ambt ontheven worden verklaard.

11.5. Ieder lid van de Directie dat persoonlijk aanwezig is, heeft stemrecht en bezit daartoe één stem. Tenzij anders is bepaald, besluit de Directie met gewone meerderheid van de uitgebrachte stemmen. Bij staking van stemmen brengt de President de beslissende stem uit. De stemprocedures worden vastgelegd in het in artikel 12.3 bedoelde Reglement van Orde.

11.6. De Directie draagt verantwoordelijkheid voor de lopende zaken van de ECB.

11.7. In elke vacature bij de Directie wordt voorzien door de benoeming van een nieuw lid overeenkomstig artikel 11.2.

Artikel 12

Verantwoordelijkheden van de besluitvormende organen

12.1. De Raad van Bestuur stelt de richtsnoeren vast en neemt de besluiten die nodig zijn voor het vervullen van de bij het Verdrag en deze Statuten aan het ESCB opgedragen taken. De Raad van Bestuur formuleert het monetair beleid van de Gemeenschap, in voorkomend geval met inbegrip van besluiten met betrekking tot intermediaire monetaire doelstellingen, de belangrijkste rentetarieven en de liquiditeitsvoorziening in het ESCB, en stelt de nodige richtsnoeren op voor de uitvoering ervan.

De Directie voert het monetair beleid uit overeenkomstig de richtsnoeren en besluiten van de Raad van Bestuur en geeft daartoe de nodige instructies aan de nationale centrale banken. Tevens kunnen aan de Directie bij besluit van de Raad van Bestuur bepaalde bevoegdheden worden gedelegeerd.

De ECB doet, voor zover zulks mogelijk en passend wordt geacht en onverminderd het bepaalde in dit artikel, een beroep op de nationale centrale banken voor de uitvoering van tot de taken van het ESCB behorende operaties.

12.2. De Directie is verantwoordelijk voor de voorbereiding van de vergaderingen van de Raad van Bestuur.

12.3. De Raad van Bestuur neemt een Reglement van Orde aan waarin de interne organisatie van de ECB en haar besluitvormende organen wordt geregeld.

12.4. De Raad van Bestuur oefent de in artikel 4 bedoelde adviesfuncties uit.

12.5. De Raad van Bestuur neemt de in artikel 6 bedoelde besluiten.

Artikel 13

De President

13.1. De President of, bij diens afwezigheid, de Vice-President zit de vergaderingen van de Raad van Bestuur en van de Directie van de ECB voor.

13.2. Onverminderd artikel 39 vertegenwoordigt de President of de door hem aangewezen persoon de ECB naar buiten toe.

Artikel 14

Nationale centrale banken

14.1. Overeenkomstig artikel 109 van het Verdrag waarborgt iedere Lid-Staat dat zijn nationale wetgeving, met inbegrip van de statuten van zijn nationale centrale bank, uiterlijk op de datum van oprichting van het ESCB verenigbaar is met het Verdrag en deze Statuten.

14.2. De statuten van de nationale centrale banken bepalen in het bijzonder dat de ambtstermijn van een President van een nationale centrale bank minimaal vijf jaar is. Een President kan slechts van zijn ambt worden ontheven indien hij niet meer aan de eisen voor de uitoefening van zijn ambt voldoet of op ernstige wijze is tekortgeschoten. Tegen een besluit daartoe kan de betrokken President of de Raad van Bestuur beroep instellen bij het Hof van Justitie wegens schending van het Verdrag of van bepalingen ter uitvoering daarvan. Het beroep moet worden ingesteld binnen twee maanden te rekenen, al naar het geval, vanaf de dag van bekendmaking van het besluit, vanaf de dag van kennisgeving ervan aan de verzoeker of, bij gebreke daarvan, vanaf de dag waarop de verzoeker er kennis van heeft gekregen.

14.3. De nationale centrale banken maken een integrerend deel uit van het ESCB en handelen in overeenstemming met de richtsnoeren en instructies van de ECB. De Raad van Bestuur neemt de nodige maatregelen teneinde te verzekeren dat aan de richtsnoeren en instructies van de ECB wordt voldaan, en eist dat hem alle benodigde informatie wordt verstrekt.

14.4. De nationale centrale banken mogen andere functies vervullen dan die omschreven in deze Statuten, tenzij de Raad van Bestuur met een meerderheid van twee derde van de uitgebrachte stemmen vaststelt dat deze functies de doelstellingen en taken van het ESCB doorkruisen. Bedoelde functies worden onder verantwoordelijkheid en aansprakelijkheid van de nationale centrale banken vervuld en worden niet geacht deel uit te maken van de functies van het ESCB.

Artikel 15

Rapportageverplichtingen

15.1. De ECB stelt, ten minste elk kwartaal, verslagen op over de werkzaamheden van het ESCB en maakt deze openbaar.

15.2. Wekelijks wordt een geconsolideerd financieel overzicht van het ESCB openbaar gemaakt.

15.3. Overeenkomstig artikel 113, lid 3, van het Verdrag stelt de ECB een jaarverslag over de werkzaamheden van het ESCB en over het monetair beleid in het afgelopen jaar en het lopende jaar op voor het Europees Parlement, de Raad en de Commissie, alsmede voor de Europese Raad.

15.4. De in dit artikel bedoelde verslagen en overzichten worden aan belangstellenden gratis ter beschikking gesteld.

Artikel 16

Bankbiljetten

Overeenkomstig artikel 106, lid 1, van het Verdrag heeft de Raad van Bestuur het alleenrecht machtiging te geven tot de uitgifte van bankbiljetten binnen de Gemeenschap. De ECB en de nationale centrale banken mogen bankbiljetten uitgeven. De door de ECB en de nationale centrale banken uitgegeven bankbiljetten zijn de enige bankbiljetten die binnen de Gemeenschap de hoedanigheid van wettig betaalmiddel hebben.

De ECB eerbiedigt zoveel mogelijk de bestaande gebruiken inzake de uitgifte en het ontwerp van bankbiljetten.

Hoofdstuk IV

Monetaire functies en werkzaamheden van het ESCB

Artikel 17

Rekeningen aangehouden bij de ECB en de nationale centrale banken

Teneinde hun werkzaamheden te kunnen verrichten, zijn de ECB en de nationale centrale banken gerechtigd rekeningen te openen ten behoeve van kredietinstellingen, openbare lichamen en andere marktpartijen, en activa, waaronder girale effecten, in onderpand te aanvaarden.

Artikel 18

Open markt- en krediettransacties

18.1. Om de doelstellingen van het ESCB te kunnen verwezenlijken en de taken ervan te kunnen vervullen, mogen de ECB en de nationale centrale banken:

- in de financiële markten opereren door aan- en verkoop, hetzij onvoorwaardelijk (contant en op termijn) hetzij onder beding van wederverkoop, respectievelijk wederaankoop, door het in lening geven of nemen van vorderingen en verhandelbaar papier, luidende in Gemeenschapsvaluta's of niet-Gemeenschapsvaluta's, evenals van edele metalen;
- krediettransacties verrichten met kredietinstellingen en andere marktpartijen, waarbij de verleende kredieten worden gedekt door toereikend onderpand.

18.2. De ECB stelt de algemene grondslagen vast voor door haarzelf of de nationale centrale banken uit te voeren openmarkt- en krediettransacties, waaronder mede begrepen die voor de aankondiging van de voorwaarden waaronder zij bereid zijn dergelijke transacties aan te gaan.

Artikel 19

Minimumreserves

19.1. Behoudens artikel 2 kan de ECB eisen dat in de Lid-Staten gevestigde kredietinstellingen met het oog op de doelstellingen van het monetair beleid op rekeningen bij de ECB en nationale centrale banken bepaalde minimumreserves aanhouden. De Raad van Bestuur kan voorschriften omtrent de berekening en vaststelling van de verplichtingen inzake minimumreserves vaststellen. Indien aan deze voorschriften niet wordt voldaan, is de ECB gerechtigd boeterente te heffen alsmede andere sancties met een vergelijkbaar effect op te leggen.

19.2. Voor de toepassing van dit artikel stelt de Raad volgens de procedure van artikel 42 de grondslag voor de minimumreserves en de maximaal toelaatbare ratio's tussen die reserves en hun grondslag vast, alsook passende sancties bij niet-naleving.

Artikel 20

Andere instrumenten van monetair beleid

De Raad van Bestuur kan, bij meerderheid van twee derde van de uitgebrachte stemmen, met inachtneming van artikel 2 besluiten tot het gebruik van alle andere door hem passend geachte instrumenten van monetair beleid.

De Raad stelt, overeenkomstig de procedure van artikel 42, de reikwijdte van deze instrumenten vast, indien zij verplichtingen voor derden meebrengen.

Artikel 21

Transacties met openbare lichamen

21.1. Overeenkomstig artikel 101 van het Verdrag is het de ECB en de nationale centrale banken verboden voorschotten in rekening-courant of andere kredietfaciliteiten te verlenen ten behoeve van instellingen of organen van de Gemeenschap, centrale overheden, regionale, lokale of andere overheden, overheidsinstanties, andere publiekrechtelijke lichamen of openbare bedrijven van de Lid-Staten; ook het rechtstreeks van hen kopen van schuldbewijzen door de ECB of de nationale centrale banken is verboden.

21.2. De ECB en de nationale centrale banken mogen optreden als 'fiscal agent' voor de in artikel 21.1. bedoelde lichamen.

21.3. De bepalingen van dit artikel zijn niet van toepassing op kredietinstellingen die in handen van de overheid zijn en waaraan in het kader van de liquiditeitsvoorziening door de centrale banken dezelfde behandeling door de nationale centrale banken en de ECB wordt gegeven als aan particuliere kredietinstellingen.

Verrekenings- en betalingssystemen

Artikel 22

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.

Artikel 23

Externe werkzaamheden

De ECB en de nationale centrale banken mogen:

- betrekkingen aangaan met centrale banken en financiële instellingen in andere landen en, waar passend, met internationale organisaties;
- zowel contant als op termijn alle soorten deviezen en edele metalen kopen en verkopen. Het begrip 'deviezen' omvat effecten en alle overige activa luidende in de valuta van enig land of in rekeneenheden, ongeacht de vorm waarin zij worden aangehouden;
- de in dit artikel bedoelde activa aanhouden en beheren;
- alle soorten bancaire transacties verrichten met derde landen en internationale organisaties, waaronder mede begrepen het verstrekken en opnemen van leningen.

Artikel 24

Overige werkzaamheden

Naast de uit hun taken voortvloeiende werkzaamheden, mogen de ECB en de nationale centrale banken werkzaamheden verrichten voor eigen administratieve doeleinden en ten behoeve van hun personeel.

Hoofdstuk V

Bedrijfseconomisch toezicht

Artikel 25

Bedrijfseconomisch toezicht

25.1. De ECB kan adviezen uitbrengen aan en worden geraadpleegd door de Raad, de Commissie en de bevoegde autoriteiten van de Lid-Staten omtrent de reikwijdte en de tenuitvoerlegging van de communautaire wetgeving met betrekking tot het bedrijfseconomisch toezicht op kredietinstellingen en de stabiliteit van het financiële stelsel.

25.2. Overeenkomstig een Raadsbesluit krachtens artikel 105, lid 6, van het Verdrag, kan de ECB specifieke taken vervullen betreffende het beleid op het gebied van het bedrijfseconomisch toezicht op kredietinstellingen en andere financiële instellingen, met uitzondering van verzekeringsondernemingen.

Hoofdstuk VI

Financiële bepalingen omtrent het ESCB

Artikel 26

Financiële rekeningen

26.1. Het boekjaar van de ECB en de nationale centrale banken begint op de eerste dag van januari en eindigt op de laatste dag van december.

26.2. De jaarrekening van de ECB wordt door de Directie opgesteld in overeenstemming met de door de Raad van Bestuur vastgelegde grondslagen. De jaarrekening wordt door de Raad van Bestuur vastgesteld en vervolgens gepubliceerd.

26.3. Voor analytische en operationele doeleinden stelt de Directie een geconsolideerde balans van het ESCB op, welke de van het ESCB deel uitmakende activa en passiva van de nationale centrale banken omvat.

26.4. Voor de toepassing van dit artikel stelt de Raad van Bestuur de nodige regels vast ter standaardisatie van de financiële administratie en verslaglegging van de door de nationale centrale banken uitgevoerde werkzaamheden.

Artikel 27

Accountantscontrole

27.1. De rekeningen van de ECB en de nationale centrale banken worden gecontroleerd door onafhankelijke externe accountants die op aanbeveling van de Raad van Bestuur zijn aanvaard door de Raad. De accountants zijn zonder voorbehoud bevoegd alle boeken en rekeningen van de ECB en de nationale centrale banken te onderzoeken en volledig te worden geïnformeerd over hun verrichtingen.

27.2. De bepalingen van artikel 248 van het Verdrag zijn uitsluitend van toepassing op een doelmatigheidscontrole van de ECB.

Artikel 28

Kapitaal van de ECB

28.1. Het kapitaal van de ECB, dat bij de oprichting van de ECB operationeel wordt, bedraagt Ecu 5.000 miljoen. Het kapitaal kan worden verhoogd met bedragen die worden bepaald door de Raad van Bestuur met de gekwalificeerde meerderheid van stemmen die is voorgeschreven in artikel 10.3, binnen de grenzen en onder de voorwaarden die door de Raad volgens de procedure van artikel 42 worden vastgesteld.

28.2. De enige inschrijvers op het kapitaal van de ECB en de enige aandeelhouders van de ECB zijn de nationale centrale banken. De inschrijving op het kapitaal geschiedt volgens de overeenkomstig artikel 29 vastgestelde sleutel.

28.3. De Raad van Bestuur bepaalt met de in artikel 10.3 voorgeschreven gekwalificeerde meerderheid van stemmen in hoeverre en in welke vorm het kapitaal moet worden gestort.

28.4. Onder voorbehoud van artikel 28.5 mogen de aandelen van de nationale centrale banken in het geplaatste kapitaal van de ECB niet worden overgedragen, verpand of in beslag genomen.

28.5. Indien de in artikel 29 genoemde sleutel wordt aangepast, dragen de nationale centrale banken onderling aandelen in het kapitaal over in die mate dat de verdeling van de aandelen overeenkomt met de aangepaste sleutel. De Raad van Bestuur stelt de modaliteiten en voorwaarden voor een dergelijke overdracht vast.

Artikel 29

Verdeelsleutel voor de inschrijving op het kapitaal

29.1. Wanneer het ESCB en de ECB overeenkomstig de procedure van artikel 123, lid 1, van het Verdrag, zijn opgericht, wordt de verdeelsleutel voor de inschrijving op het kapitaal van de ECB vastgesteld. Aan elke nationale centrale bank wordt een weging in deze sleutel toegekend die gelijk is aan de som van:

- 50 % van het aandeel van de Lid-Staat in kwestie in de bevolking van de Gemeenschap tijdens het voorlaatste jaar voorafgaand aan de oprichting van het ESCB;
- 50 % van het aandeel van de Lid-Staat in kwestie in het bruto binnenlands produkt van de Gemeenschap tegen marktprijzen, als vastgesteld tijdens de vijf jaar voorafgaande aan het voorlaatste jaar vóór de oprichting van het ESCB. De percentages worden naar boven afgerond op het kleinste veelvoud van 0,05 procentpunten.

29.2. De voor de toepassing van dit artikel benodigde statistieken worden, overeenkomstig de door de Raad volgens de procedure van artikel 42 vastgestelde regels, verstrekt door de Commissie.

29.3. De aan de nationale centrale banken toegekende wegeningen worden na de oprichting van het ESCB om de vijf jaar aangepast naar analogie van de bepalingen van artikel 29.1. De aangepaste sleutel geldt met ingang van de eerste dag van het daaropvolgende jaar.

29.4. De Raad van Bestuur treft alle andere maatregelen die voor de toepassing van dit artikel nodig zijn.

Artikel 30

Overdracht van externe reserves aan de ECB

30.1. Onverminderd artikel 28 wordt de ECB door de nationale centrale banken tot een bedrag van Ecu 50.000 miljoen gedoteerd met externe reserves, uitgezonderd valuta's van de Lid-Staten, Ecu's, reserveposities in het IMF en Bijzondere Trekkingsrechten. De Raad van Bestuur besluit omtrent het door de ECB na haar oprichting op te roepen deel en de op latere tijdstippen op te roepen bedragen. De ECB is ten volle gerechtigd om de aan haar overgedragen externe reserves aan te houden en te beheren en voor de in deze Statuten omschreven doeleinden te gebruiken.

30.2. De bijdragen van iedere nationale centrale bank worden vastgesteld in verhouding tot haar aandeel in het geplaatste kapitaal van de ECB.

30.3. Aan iedere nationale centrale bank wordt door de ECB een vordering toegekend ter grootte van haar bijdrage. De Raad van Bestuur bepaalt de denominatie en de rentevergoeding van dergelijke vorderingen.

30.4. Verdere stortingen van externe reserves boven de in artikel 30.1 gestelde grens kunnen, overeenkomstig artikel 30.2, door de ECB worden opgeroepen, binnen de grenzen en onder de voorwaarden die door de Raad volgens de procedure van artikel 42 worden vastgesteld.

30.5. De ECB is gemachtigd reserveposities in het IMF en Bijzondere Trekkingsrechten aan te houden en te beheren, en te voorzien in het poolen van deze activa.

30.6. De Raad van Bestuur treft alle andere maatregelen die voor de toepassing van dit artikel nodig zijn.

Artikel 31

Door nationale centrale banken aangehouden externe reserves

31.1. Het is de nationale centrale banken toegestaan transacties te verrichten ter voldoening aan hun verplichtingen jegens internationale organisaties overeenkomstig artikel 23.

31.2. Alle overige transacties in externe reserves die nog door de nationale centrale banken worden aangehouden na de overdrachten bedoeld in artikel 30, en transacties van Lid-Staten met hun werksaldi in buitenlandse valuta's behoeven, boven een in het kader van artikel 31.3 vast te stellen grens, de goedkeuring van de ECB ten einde overeenstemming met het wisselkoersbeleid en het monetair beleid van de Gemeenschap te verzekeren.

31.3. De Raad van Bestuur vaardigt richtsnoeren uit ten einde dergelijke transacties te vergemakkelijken.

Artikel 32

Toedeling van monetaire inkomsten van de nationale centrale banken

32.1. De inkomsten die de nationale centrale banken bij de uitoefening van de monetaire beleidstaken van het ESCB verkrijgen (hierna 'monetaire inkomsten' te noemen) worden aan het einde van elk boekjaar volgens de onderstaande bepalingen toegedeeld.

32.2. Onder voorbehoud van artikel 32.3 zijn de monetaire inkomsten van elke nationale centrale bank gelijk aan de jaarinkomsten die zij verkrijgt uit de activa die worden aangehouden als tegenwaarde voor de in omloop zijnde bankbiljetten en de verplichtingen jegens kredietinstellingen uit hoofde van deposito's. Deze activa wor-

den door de nationale centrale banken geoormerkt volgens door de Raad van Bestuur vast te stellen richtsnoeren.

32.3. Indien de Raad van Bestuur na de aanvang van de derde fase van oordeel is dat de balansindeling van de nationale centrale banken de toepassing van artikel 32.2 niet mogelijk maakt, kan hij met gekwalificeerde meerderheid van stemmen besluiten dat de monetaire inkomsten, in afwijking van artikel 32.2, gedurende een periode van ten hoogste vijf jaar volgens een alternatieve methode worden bepaald.

32.4. Op het bedrag van de monetaire inkomsten van elke nationale centrale bank worden de rentelasten in mindering gebracht die door de betrokken centrale bank zijn betaald over de verplichtingen jegens kredietinstellingen uit hoofde van deposito's overeenkomstig artikel 19.

De Raad van Bestuur kan besluiten dat de nationale centrale banken worden vergoed voor de in verband met de uitgifte van bankbiljetten gemaakte kosten of, in uitzonderlijke omstandigheden, voor specifieke verliezen in verband met de monetaire beleidsoperaties die voor het ESCB zijn verricht. De vergoeding geschiedt in een door de Raad van Bestuur passend geachte vorm; deze bedragen kunnen met de monetaire inkomsten van de nationale centrale banken worden verrekend.

32.5. De som van de monetaire inkomsten van de nationale centrale banken wordt aan de nationale centrale banken toegedeeld naar rato van hun gestorte aandeel in het kapitaal van de ECB, behoudens een eventueel besluit van de Raad van Bestuur overeenkomstig artikel 33.2.

32.6. De verrekening en de afwikkeling van de saldi afkomstig van de toedeling van de monetaire inkomsten worden door de ECB verricht overeenkomstig de door de Raad van Bestuur vastgestelde richtsnoeren.

32.7. De Raad van Bestuur treft alle andere maatregelen die voor de toepassing van dit artikel nodig zijn.

Artikel 33

Toedeling van nettowinst en -verlies van de ECB

33.1. De nettowinst van de ECB wordt in de onderstaande volgorde overgedragen:

- (a) een door de Raad van Bestuur vast te stellen bedrag, dat niet meer dan 20% van de nettowinst mag bedragen, wordt naar het algemeen reservefonds overgedragen tot een maximum van 100 % van het kapitaal;
- (b) de resterende nettowinst wordt onder de aandeelhouders van de ECB verdeeld naar rato van hun gestorte aandelen.

33.2. In geval van een verlies van de ECB wordt het tekort gedekt uit het algemeen reservefonds van de ECB en, indien nodig, bij besluit van de Raad van Bestuur, door de monetaire inkomsten van het betrokken boekjaar, naar rato en tot beloop van de bedragen die overeenkomstig artikel 32.5 aan de nationale centrale banken zijn toegedeeld.

Algemene bepalingen

Artikel 34

Regelgevende bevoegdheden

- 34.1. Overeenkomstig artikel 110 van het Verdrag zal de ECB:
- verordeningen vaststellen voor zover nodig voor de uitvoering van de taken omschreven in artikel 3.1, eerste streepje, artikel 19.1, artikel 22 of artikel 25.2, alsmede in de gevallen die worden bepaald in de in artikel 42 bedoelde besluiten van de Raad;
 - de beschikkingen vaststellen die nodig zijn voor de uitvoering van de bij het Verdrag en de Statuten aan het ESCB opgedragen taken;
 - aanbevelingen doen en adviezen uitbrengen.
- 34.2. Een verordening is van algemene toepassing. Zij is verbindend in al haar onderdelen en is rechtstreeks toepasselijk in alle Lid-Staten. Aanbevelingen en adviezen zijn niet verbindend. Een beschikking is verbindend in al haar onderdelen voor degenen tot wie zij is gericht. De artikelen 253, 254 en 256 van het Verdrag zijn van toepassing op verordeningen en beschikkingen van de ECB. De ECB kan besluiten haar beschikkingen, aanbevelingen en adviezen te publiceren.
- 34.3. Binnen de grenzen en onder de voorwaarden die door de Raad volgens de procedure van artikel 42 van de Statuten worden vastgesteld, is de ECB gerechtigd om ondernemingen boeten en dwangsommen op te leggen bij niet-naleving van de verplichtingen krachtens haar verordeningen en beschikkingen.

Artikel 35

Toetsing door de rechter en aanverwante aangelegenheden

- 35.1. De handelingen en nalatigheden van de ECB zijn onderworpen aan toetsing en uitlegging door het Hof van Justitie in de gevallen en onder de voorwaarden vastgesteld in het Verdrag. De ECB kan gerechtelijke procedures aanspannen in de gevallen en onder de voorwaarden vastgesteld in het Verdrag.
- 35.2. Geschillen tussen de ECB, enerzijds, en haar crediteuren, debiteuren of andere personen, anderzijds, worden beslecht door de bevoegde nationale rechters, tenzij het Hof van Justitie bevoegd is om uitspraak te doen.
- 35.3. De ECB is onderworpen aan de in artikel 288 van het Verdrag omschreven aansprakelijkheidsregeling. De nationale centrale banken zijn aansprakelijk volgens hun onderscheiden nationale wetgevingen.
- 35.4. Het Hof van Justitie is bevoegd uitspraak te doen krachtens een arbitragebeding vervat in een door of namens de ECB gesloten publiekrechtelijke of privaatrechtelijke overeenkomst.
- 35.5. Het besluit van de ECB om een procedure bij het Hof van Justitie in te stellen, wordt door de Raad van Bestuur genomen.
- 35.6. Het Hof van Justitie is bevoegd uitspraak te doen in geschillen betreffende de nakoming door de nationale centrale banken van de verplichtingen die voor hen uit deze Statuten voortvloeien. Indien de ECB van oordeel is dat een nationale centrale bank een van de krachtens deze Statuten op haar rustende verplichtingen niet is nagekomen, brengt zij dienaangaande een met redenen omkleed advies uit na de

betrokken nationale centrale bank in de gelegenheid te hebben gesteld haar opmerkingen te maken. Indien de betrokken nationale centrale bank dit advies niet binnen de door de ECB gestelde termijn opvolgt, kan de ECB de zaak aanhangig maken bij het Hof van Justitie.

Artikel 36

Personeel

36.1. De Raad van Bestuur stelt op voorstel van de Directie de arbeidsvoorwaarden van het personeel van de ECB vast.

36.2. Het Hof van Justitie is, binnen de grenzen en onder de voorwaarden die zijn vastgesteld in de arbeidsvoorwaarden, bevoegd ter zake van geschillen tussen de ECB en haar personeelsleden.

Artikel 37

Zetel

Vóór eind 1992 wordt in onderlinge overeenstemming door de Regeringen van de Lid-Staten op het niveau van de Staatshoofden en Regeringsleiders een besluit genomen over de plaats waar de zetel van de ECB gevestigd zal worden.

Artikel 38

Beroepsgeheim

38.1. Leden van de bestuursorganen en personeelsleden van de ECB en de nationale centrale banken zijn gehouden, ook na beëindiging van hun taken, inlichtingen die naar hun aard onder de geheimhoudingsplicht vallen, niet openbaar te maken.

38.2. Personen die toegang hebben tot gegevens welke vallen onder communautaire wetgeving waarbij een geheimhoudingsplicht wordt opgelegd, zijn aan die wetgeving onderworpen.

Artikel 39

Tekenbevoegdheid

De ECB wordt tegenover derden in rechte verbonden door de President of door twee leden van de Directie of door de handtekeningen van twee personeelsleden van de ECB die door de President naar behoren zijn gemachtigd om namens de ECB te tekenen.

Artikel 40

Voorrechten en immuniteiten

De ECB geniet op het grondgebied van de Lid-Staten de voorrechten en immuniteiten die nodig zijn voor de vervulling van haar taken, overeenkomstig de bepalingen van het Protocol betreffende de voorrechten en immuniteiten van de Europese Gemeenschappen, dat gehecht is aan het Verdrag tot instelling van één Raad en één Commissie welke de Europese Gemeenschappen gemeen hebben.

Hoofdstuk VIII

Wijziging van de statuten en aanvullende wetgeving

Artikel 41

Vereenvoudigde wijzigingsprocedure

41.1. Overeenkomstig artikel 107, lid 5, van het Verdrag kunnen de artikelen 5.1, 5.2, 5.3, 17, 18, 19.1, 22, 23, 24, 26, 32.2, 32.3, 32.4, 32.6, 33.1 (a) en 36 door de Raad hetzij met gekwalificeerde meerderheid van stemmen op aanbeveling van de ECB en na raadpleging van de Commissie, hetzij met eenparigheid van stemmen op voorstel van de Commissie en na raadpleging van de ECB, worden gewijzigd. In beide gevallen is de instemming van het Europees Parlement vereist.

41.2. Tot een aanbeveling van de ECB uit hoofde van dit artikel dient in de Raad van Bestuur met eenparigheid van stemmen te worden besloten.

Artikel 42

Aanvullende wetgeving

Overeenkomstig artikel 107, lid 6, van het Verdrag stelt de Raad, onmiddellijk nadat de datum voor de aanvang van de derde fase is bepaald, met gekwalificeerde meerderheid van stemmen, hetzij op voorstel van de Commissie en na raadpleging van het Europees Parlement en de ECB, hetzij op aanbeveling van de ECB en na raadpleging van het Europees Parlement en de Commissie, de in de artikelen 4, 5.4, 19.2, 20, 28.1, 29.2, 30.4 en 34.3 bedoelde bepalingen vast.

Hoofdstuk IX

Overgangsbepalingen en andere bepalingen voor het ESCB

Artikel 43

Algemene bepalingen

43.1. Een derogatie als bedoeld in artikel 122, lid 1, van het Verdrag, brengt mee dat voor de betrokken Lid-Staat uit de volgende artikelen van deze Statuten geen rechten of verplichtingen voortvloeien: 3, 6, 9.2, 12.1, 14.3, 16, 18, 19, 20, 22, 23, 26.2, 27, 30, 31, 32, 33, 34, 50 en 52.

43.2. De centrale banken van de Lid-Staten met een derogatie als bedoeld in artikel 122, lid 1, van het Verdrag behouden hun bevoegdheden op het gebied van het monetair beleid overeenkomstig de nationale wetgeving.

43.3. Overeenkomstig artikel 122, lid 4, van het Verdrag wordt 'Lid-Staten' gelezen als 'Lid-Staten zonder derogatie' in de volgende artikelen van deze Statuten: 3, 11.2, 19, 34.2 en 50.

43.4. 'Nationale centrale banken' wordt gelezen als 'centrale banken van de Lid-Staten zonder derogatie' in de volgende artikelen van deze Statuten: 9.2, 10.1, 10.3, 12.1, 16, 17, 18, 22, 23, 27, 30, 31, 32, 33.2 en 52.

43.5. 'Aandeelhouders' wordt gelezen als 'centrale banken van de Lid-Staten zonder derogatie' in artikel 10.3 en artikel 33.1.

43.6. 'Het geplaatste kapitaal van de ECB' wordt gelezen als 'het kapitaal van de ECB dat is geplaatst bij de centrale banken van de Lid-Staten zonder derogatie' in artikel 10.3 en artikel 30.2.

Artikel 44

Overgangstaken van de ECB

De ECB neemt de taken van het emi over die in de derde fase wegens de derogaties van een of meer Lid-Staten nog moeten worden vervuld.

De ECB verstrekt advies bij de voorbereiding van het intrekken van de derogaties bedoeld in artikel 122 van het Verdrag.

Artikel 45

De Algemene Raad van de ECB

45.1. Onverminderd artikel 107, lid 3, van het Verdrag, wordt de Algemene Raad opgericht als derde besluitvormend orgaan van de ECB.

45.2. De Algemene Raad bestaat uit de President en de Vice-President van de ECB en de presidenten van de nationale centrale banken. De overige leden van de Directie mogen zonder stemrecht deelnemen aan vergaderingen van de Algemene Raad.

45.3. De verantwoordelijkheden van de Algemene Raad zijn volledig opgesomd in artikel 47.

Artikel 46

Reglement van Orde van de Algemene Raad

46.1. De President of bij diens afwezigheid, de Vice-President van de ECB zit de vergaderingen van de Algemene Raad van de ECB voor.

46.2. De Voorzitter van de Raad en een lid van de Commissie mogen zonder stemrecht deelnemen aan vergaderingen van de Algemene Raad.

46.3. De President bereidt de vergaderingen van de Algemene Raad voor.

46.4. In afwijking van artikel 12.3 neemt de Algemene Raad zijn Reglement van Orde aan.

46.5. Het Secretariaat van de Algemene Raad wordt verzorgd door de ECB.

Artikel 47

Verantwoordelijkheden van de Algemene Raad

47.1. De Algemene Raad

- voert de in artikel 44 bedoelde taken uit;
- verleent medewerking aan de adviesfuncties bedoeld in artikel 4 en artikel 25.1.

47.2. De Algemene Raad verleent medewerking aan:

- het verzamelen van statistische gegevens als bedoeld in artikel 5;
- de rapportage-activiteiten van de ECB als bedoeld in artikel 15;
- het opstellen van de regels bedoeld in artikel 26.4, die nodig zijn voor de toepassing van artikel 26;
- het treffen van alle andere maatregelen bedoeld in artikel 29.4, die nodig zijn voor de toepassing van artikel 29;
- het vaststellen van de arbeidsvoorwaarden van het personeel van de ECB bedoeld in artikel 36.

47.3. De Algemene Raad verleent medewerking aan de nodige voorbereidingen voor het onherroepelijk vaststellen van de wisselkoersen van de valuta's van de Lid-Staten met een derogatie ten opzichte van de valuta's, of de enige valuta, van de Lid-Staten zonder derogatie, bedoeld in artikel 123, lid 5, van het Verdrag.

47.4. De Algemene Raad wordt door de President van de ECB in kennis gesteld van de besluiten van de Raad van Bestuur.

Artikel 48

Overgangsbepalingen voor het kapitaal van de ECB

Overeenkomstig artikel 29.1 wordt aan elke nationale centrale bank een weging toegekend in de sleutel voor inschrijving op het kapitaal van de ECB. In afwijking van artikel 28.3 storten de centrale banken van de Lid-Staten met een derogatie het kapitaal waarop zij hebben ingeschreven niet, tenzij de Algemene Raad met een gekwalificeerde meerderheid die ten minste twee derde van het geplaatste kapitaal van de ECB en ten minste de helft van de aandeelhouders vertegenwoordigt, besluit dat een minimaal percentage moet worden gestort als bijdrage aan de bedrijfskosten van de ECB.

Artikel 49

Latere storting van kapitaal, reserves en voorzieningen van de ECB

49.1. De centrale bank van een Lid-Staat waarvan de derogatie is ingetrokken, stort haar aandeel in het kapitaal van de ECB ten belope van hetzelfde percentage als de andere centrale banken van de Lid-Staten zonder derogatie en draagt overeenkomstig artikel 30.1 externe reserves aan de ECB over. Het over te dragen bedrag wordt bepaald door de Ecu-waarde tegen lopende wisselkoersen van de reeds overeenkomstig artikel 30.1 aan de ECB overgedragen externe reserves te vermenigvuldigen met de ratio tussen het aantal aandelen waarop de betrokken nationale centrale bank heeft ingeschreven en het aantal aandelen dat de andere nationale centrale banken al hebben volgestort.

49.2. Behalve de storting die overeenkomstig artikel 49.1 moet worden verricht, draagt de betrokken centrale bank bij tot de reserves van de ECB, tot de voorzieningen die met reserves zijn gelijkgesteld, en tot het bedrag dat nog moet worden toegerekend aan de reserves en voorzieningen overeenkomstig het saldo van de winst- en verliesrekening per 31 december van het jaar voorafgaand aan de intrekking van de derogatie. De verschuldigde bijdrage wordt bepaald door het bedrag van de reserves, als hierboven omschreven en als voorkomend op de goedgekeurde balans van de ECB, te vermenigvuldigen met de ratio tussen het aantal aandelen waarop de betrokken centrale bank heeft ingeschreven en het aantal aandelen dat de andere centrale banken al hebben volgestort.

Artikel 50

Eerste benoeming van de leden van de Directie

Wanneer de Directie van de ECB wordt gevormd, worden de President, de Vice-President en de overige leden van de Directie in onderlinge overeenstemming door de regeringen van de Lid-Staten op het niveau van de Staatshoofden en Regeringsleiders benoemd op aanbeveling van de Raad en na raadpleging van het Europees Parlement en de Raad van het EMI. De President van de Directie wordt voor acht jaar benoemd. In afwijking van artikel 11.2, wordt de Vice-President benoemd voor vier jaar en worden de overige leden van de Directie benoemd voor ambtstermijnen tussen vijf en acht jaar. Zij zijn niet herbenoembaar. Het aantal leden van de Directie kan kleiner zijn dan bepaald in artikel 11.1, doch in geen geval minder dan vier.

Artikel 51

Afwijking van artikel 32

51.1. Wanneer de Raad van Bestuur na de aanvang van de derde fase besluit dat de toepassing van artikel 32 resulteert in aanzienlijke wijzigingen in de relatieve inkomensposities van de nationale centrale banken, wordt het bedrag aan inkomsten dat ingevolge artikel 32 moet worden toegedeeld, verminderd met een uniform percentage, dat in het eerste boekjaar na de aanvang van de derde fase niet meer dan 60 mag bedragen, en dat in elk volgend boekjaar met tenminste 12 procentpunten afneemt.

51.2. Artikel 51.1 is niet langer van toepassing dan vijf boekjaren na de aanvang van de derde fase

Artikel 52

Inwisseling van bankbiljetten in Gemeenschapsvaluta's

Na de onherroepelijke vaststelling van de wisselkoersen treft de Raad van Bestuur de noodzakelijke maatregelen om te verzekeren dat bankbiljetten luidende in valuta's met onherroepelijk vastgestelde wisselkoersen door de nationale centrale banken worden ingewisseld tegen hun respectieve pari-waarden.

Artikel 53

Toepasselijkheid van de overgangsbepalingen

Indien en zolang er nog Lid-Staten zijn met een derogatie, zijn de artikelen 43 tot en met 48 van toepassing.

Lijst van termen

Aandelenmarkt: de markt waar aandelen worden uitgegeven en verhandeld. Aandelen zijn bewijzen van deelneming in het kapitaal van een onderneming. Een van de hoofdverschillen tussen aandelen en schuldbewijzen is dat de uitgever niet is verplicht om aandelen terug te betalen.

Aanhoudingsperiode: periode waarover de nakoming van de **reserveverplichtingen** door de kredietinstellingen wordt berekend. De aanhoudingsperiode voor de bij het **Eurostelsel** aangehouden minimumreserves is een maand, te rekenen vanaf de 24e kalenderdag van elke maand tot de 23e kalenderdag van de daaropvolgende maand.

Algemene Raad: een van de bestuursorganen van de **Europese Centrale Bank (ECB)**. De Algemene Raad bestaat uit de President en de Vice-President van de ECB en de presidenten van alle 15 nationale centrale banken van de EU-landen.

Arbeidsparticipatiegraad: de beroepsbevolking als percentage van de totale bevolking tussen 15 en 64 jaar. De beroepsbevolking bestaat uit zowel werkenden als niet-werkenden.

Basis-herfinancieringstransactie: een op regelmatige basis door het **Eurostelsel** uitgevoerde **open-markttransactie** in de vorm van een **transactie met wederinkoop**. Basis-herfinancieringstransacties worden uitgevoerd via wekelijkse **standaardtenders** en hebben een looptijd van twee weken.

Basisrentetarieven van de ECB: de rentetarieven die de monetaire-beleidskoers van de Europese Centrale Bank (ECB) bepalen en die door de Raad van Bestuur worden vastgesteld. De voornaamste ECB-rentetarieven zijn de **minimale inschrijvingsrente** voor de **basis-herfinancieringstransacties**, de rente op de **marginale beleningsfaciliteit** en de rente op de **depositofaciliteit**.

Chartale geldhoeveelheid: de chartale geldhoeveelheid bestaat uit de in omloop zijnde bankbiljetten en munten die gewoonlijk worden gebruikt voor betalingen. Ze omvat de door het **Eurostelsel** uitgegeven bankbiljetten alsook de door sommige nationale centrale banken van het Eurostelsel en de centrale overheid uitgegeven munten. De in **M3** begrepen chartale geldhoeveelheid is een nettobegrip, wat betekent dat het enkel verwijst naar in omloop zijnde bankbiljetten en munten die niet in de MFI-sector worden aangehouden (zoals weergegeven in de **geconsolideerde balans van de MFI-sector**, wat impliceert dat de door de MFI's uitgegeven, maar door hen aangehouden geldtekens – de “kasreserves” – daarvan werden afgetrokken). De chartale geldhoeveelheid omvat niet de eigen bankbiljetten die een centrale bank in voorraad heeft (aangezien die niet zijn uitgegeven), noch herdenkingsmunten die niet algemeen gebruikt worden voor betalingen.

Convergentiecriteria: de in artikel 121, lid, van het Verdrag vastgelegde (en in Protocol nr. 21 verder uitgewerkte) criteria op basis waarvan wordt beoordeeld of een land al dan niet aan de **Economische en Monetaire Unie (EMU)** mag deel-

nemen. Deze criteria hebben betrekking op de ontwikkeling ten aanzien van **prijstabiliteit**, de situatie van de overheidsfinanciën, de wisselkoersen en de rentevoet voor de lange termijn. Tevens betreffen deze criteria de verenigbaarheid van de nationale wetgeving van elke **lidstaat**, met inbegrip van de statuten van zijn nationale centrale bank, met zowel het Verdrag als de statuten van het Europees Stelsel van Centrale Banken en van de Europese Centrale Bank. In de verslagen, die krachtens artikel 121, lid 1, door de Europese Commissie en het **Europees Monetair Instituut (EMI)** in 1998 zijn vervaardigd, werd ook nagegaan of er in elke lidstaat een hoge mate van duurzame convergentie was bereikt, aan de hand van de mate waarin elke lidstaat aan deze criteria voldeed.

Depositofaciliteit: een **permanente faciliteit** van het **Eurosysteem** die door **tegenpartijen** kan worden benut om bij een nationale centrale bank kortlopende deposito's te plaatsen tegen een van tevoren vastgestelde rentevoet (zie **belangrijkste ECB-rentetarieven**).

Deposito's met een opzegtermijn: deze categorie bestaat uit spaardeposito's waarvoor de houder een vastgestelde opzegtermijn moet naleven alvorens hij of zij zijn of haar geld kan opnemen. In sommige gevallen is het mogelijk een bepaald bedrag binnen een specifieke periode op te vragen of een bedrag eerder op te nemen tegen betaling van een strafrente. Deposito's met een opzegtermijn tot en met drie maanden behoren tot **M2** (en dus ook tot **M3**), terwijl die met een langere opzegtermijn vervat zijn in de (niet-monetaire) langerlopende financiële passiva van de sector **Monetaire Financiële Instellingen (MFI's)**.

Deposito's met een vaste looptijd: dit instrument bestaat vooral uit termijn-deposito's met een gegeven looptijd die, naar gelang van de nationale gebruiken, ofwel niet in geld kunnen worden omgezet vóór de vervaldag ofwel enkel tegen een strafrente. Het omvat tevens bepaalde niet-verhandelbare schuldtitels, zoals niet-verhandelbare (voor particulieren bestemde) deposito-certificaten. Deposito's met een vaste looptijd tot en met twee jaar zijn begrepen in **M2** (en dus ook in **M3**), terwijl die met een vaste looptijd van meer dan twee jaar behoren tot de (niet-monetaire) langerlopende financiële passiva van de sector **Monetaire Financiële Instellingen (MFI's)**.

Derivatenmarkt: de markt voor het uitgeven en verhandelen van financiële contracten, waarvan de waarde afhankelijk is van de koersen van de onderliggende effecten, rentevoeten, wisselkoersen, marktindices of grondstoffenprijzen. De basis-categorieën van derivaten zijn **futures**, **opties**, **swaps** en **rentetermijntransacties**.

Deviezenswap: twee gelijktijdige transacties, namelijk één contante en één termijntransactie, waarbij een valuta tegen een andere valuta wordt verhandeld. Het **Eurosysteem** kan open-markttransacties uitvoeren in de vorm van deviezenswaps, waarbij door de nationale centrale banken (of de **Europese Centrale Bank (ECB)**) contante aankopen (of verkopen) van **euro's** tegen een vreemde valuta worden verricht onder gelijktijdige verkoop (of aankoop) op termijn.

Directe-inflatiestrategie: een monetaire-beleidsstrategie die tot doel heeft de **prijstabiliteit** te handhaven door zich te richten op de verschillen tussen inflatieprognoses en een afgekondigde inflatiedoelstelling (zie ook **geldhoeveelheidsbeleid** en **wisselkoersstrategie**).

Directie: een van de besluitvormende organen van de **Europese Centrale Bank (ECB)**. De Directie omvat de President, de Vice-President en de vier overige leden, benoemd in onderlinge overeenstemming door de staatshoofden of regeringsleiders van de **lidstaten** die op de **euro** zijn overgegaan.

Ecofin-Raad: zie **EU-Raad**.

Economisch en Financieel Comité: een communautair overlegorgaan dat bij de aanvang van de derde fase werd ingesteld, toen het Monetair Comité werd ontbonden. De lidstaten, de **Europese Commissie** en de **Europese Centrale Bank (ECB)** benoemen ieder ten hoogste twee leden van het Comité. De twee door de lidstaten aangewezen leden zullen respectievelijk worden geselecteerd uit hooggeplaatste ambtenaren van overheidsinstanties en van de nationale centrale bank. Artikel 114, lid 2, van het **Verdrag** geeft een overzicht van de taken van het Economisch en Financieel Comité, waaronder het volgen van de economische en financiële toestand van de lidstaten en de Gemeenschap.

Economische en Monetaire Unie (EMU): het **Verdrag** beschrijft het proces dat moet leiden tot de Economische en Monetaire Unie in de Europese Unie in drie fasen. De eerste fase van de EMU begon in juli 1990 en eindigde op 31 december 1993; zij werd hoofdzakelijk gekenmerkt door de ontmanteling van alle interne belemmeringen op de vrijheid van kapitaalverkeer binnen de Europese Unie. De tweede fase van de EMU begon op 1 januari 1994 en voorzag onder meer in de oprichting van het **Europees Monetair Instituut (EMI)**, in een verbod op monetaire financiering van de overheidssector en op diens bevoorrechte toegang tot de financiële instellingen, en in de vermindering van buitensporige overheidstekorten. De derde fase is op 1 januari 1999 van start gegaan met de overdracht van de monetaire bevoegdheden aan het **Eurosysteem** en de invoering van de **euro**.

Ecu (European Currency Unit): voorafgaande aan de derde fase van de EMU was de ecu een valutamand bestaande uit twaalf van de vijftien valuta's van de **lidstaten**. De waarde van de ecu werd berekend als een gewogen gemiddelde van de waarde van de samenstellende valuta's. De officiële ecu diende als munteenheid van het **ERM** en als reservevaluta voor de centrale banken.

Eerste, tweede en derde fase: zie **Economische en Monetaire Unie (EMU)**.

Effectieve (nominale/reële) wisselkoersen: nominaal-effectieve wisselkoersen bestaan uit een gewogen gemiddelde van diverse bilaterale wisselkoersen. De door de **Europese Centrale Bank (ECB)** berekende nominaal-effectieve wisselkoers van de **euro** is een meetkundig gewogen gemiddelde van de wisselkoersen van de euro ten opzichte van de valuta's van dertien handelspartners van het **eurogebied**. De wegingen zijn gebaseerd op de aandelen van de diverse landen in de handel met

het eurogebied. Reëel-effectieve wisselkoersen zijn nominaal-effectieve wisselkoersen gecorrigeerd voor de verschillen tussen binnen- en buitenlandse prijzen en kosten. Zij vormen dan ook een maatstaf voor het concurrentievermogen op het gebied van prijzen en kosten. De reëel-effectieve wisselkoers van de euro wordt berekend aan de hand van consumptieprijsindices (zoals de **geharmoniseerde consumptieprijsindex (HICP)** voor het eurogebied en andere EU-lidstaten).

EONIA (euro overnight index average): een maatstaf voor de effectieve rente die van toepassing is op de interbancaire eurodaggeldmarkt. De EONIA wordt berekend als een gewogen gemiddelde van de rente over in euro luidende girale deposito's zonder onderpand, zoals meegedeeld door een groep van deelnemende banken.

ERM (exchange rate mechanism): de wisselkoersen van de deelnemende valuta's werden onder het wisselkoers- en interventiemechanisme van het **Europees Monetair Stelsel** als spilkoersen ten opzichte van de **ecu** vastgesteld. De bilaterale verhoudingen tussen de deelnemende valuta's werden aan de hand van deze spilkoersen berekend. De wisselkoersen mochten zich bewegen binnen bepaalde marges rond de bilaterale spilkoersen. Aanpassing van de spilkoersen was mogelijk bij onderlinge afspraak tussen alle aan het ERM deelnemende landen. Het ERM werd bij de aanvang van de derde fase van de **Economische en Monetaire Unie (EMU)** opgeheven toen het **ERM-II** werd ingevoerd.

ERM-II (exchange rate mechanism II): het wisselkoersarrangement dat het kader vormt voor samenwerking op het gebied van wisselkoersbeleid tussen het **eurogebied** en de EU-lidstaten die niet vanaf de aanvang van de derde fase van de **Economische en Monetaire Unie (EMU)** deel uitmaken van het eurogebied. Het lidmaatschap van het ERM-II is vrijwillig. Niettemin is de verwachting dat de EU-lidstaten met een derogatie aan het wisselkoersarrangement zullen meedoen. Op dit ogenblik neemt de Deense kroon aan het ERM-II deel met een fluctuatiemarge van $\pm 2,25\%$ rond de spilkoers ten opzichte van de **euro**. Voordat Griekenland op 1 januari 2001 de euro invoerde, nam de Griekse drachme deel aan het ERM-II met een fluctuatiemarge van $\pm 15\%$. Interventies op de valutamarkt en financiering op de uiterste grenzen van de standaard- of nauwere fluctuatiemarges geschieden in principe automatisch en zijn ongelimiteerd, met beschikbare financiering op de zeer korte termijn. De **Europese Centrale Bank (ECB)** en de deelnemende nationale centrale banken buiten het eurogebied kunnen de automatische interventie echter opschorten indien deze strijdig zou zijn met de hoofddoelstelling, te weten het handhaven van **prijsstabiliteit**.

EU-Raad: een instelling van de Europese Gemeenschap. De Raad bestaat uit vertegenwoordigers van de regeringen van de **lidstaten**, normaliter de ministers die bevoegd zijn voor de behandelde onderwerpen (derhalve is de Raad ook bekend als de Raad van Ministers). Wanneer de EU-Raad bijeenkomt in de samenstelling van de Ministers van Financiën en Economische Zaken wordt hij gewoonlijk **Ecofin-Raad** genoemd. De EU-Raad kan ook bijeenkomen in de samenstelling van de staats- hoofden en regeringsleiders. Zie ook **Europese Raad**.

EURIBOR (euro interbank offered rate): is de rente waartegen een primaire bank bereid is kredieten in **euro** te verlenen aan een andere primaire bank. De EURIBOR wordt dagelijks berekend voor interbancaire deposito's met een looptijd van een week en van een tot twaalf maanden als het gemiddelde van de dagelijkse biedtarieven van een representatieve groep grote banken, en wordt afgerond op drie cijfers na de komma.

Euro: de naam van de Europese munteenheid zoals die werd aangenomen door de **Europese Raad** in Madrid op 15 en 16 december 1995. De naam "euro" is in de plaats gekomen van de in het **Verdrag** gebruikte term **ecu (European Currency Unit)**.

Eurogebied: het gebied dat die lidstaten omvat waar de **euro**, overeenkomstig het **Verdrag**, als gemeenschappelijke munteenheid werd ingevoerd en waar, onder de verantwoordelijkheid van de **Raad van Bestuur** van de **Europese Centrale Bank (ECB)**, een gemeenschappelijk monetair beleid wordt gevoerd.

Europees Monetair Instituut (EMI): het EMI was een bij de aanvang van de tweede fase van de **Economische en Monetaire Unie (EMU)** (op 1 januari 1994) opgerichte instelling. De twee voornaamste opdrachten van het EMI waren (i) de samenwerking tussen de centrale banken en de coördinatie van het monetaire beleid versterken en (ii) de oprichting van het **Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB)** voorbereiden met het oog op het voeren van een gemeenschappelijk monetair beleid en de invoering van een eenheidsmunt in de derde fase. Op 1 juni 1998, na de oprichting van de **Europese Centrale Bank (ECB)**, werd het EMI ontbonden.

Europees Monetair Stelsel (EMS): het in 1979 ingestelde wisselkoersarrangement conform de Verordening van de EU-Raad van 5 december 1978. De procedures werden vastgelegd in de overeenkomst van 13 maart 1979 tussen de centrale banken van de lidstaten van de Europese Economische Gemeenschap (EEG). Doelstelling van de EMS was om nauwere samenwerking tussen de EEG-lidstaten op het gebied van het monetaire beleid tot stand te brengen, waardoor een zone van monetaire stabiliteit in Europa zou ontstaan. De belangrijkste onderdelen van het EMS waren de **ecu**, het wisselkoers- en interventiemechanisme (**ERM**) en diverse kredietmechanismen. Het ERM werd bij de aanvang van de derde fase van de **Economische en Monetaire Unie (EMU)** opgeheven toen het **ERM-II** werd ingevoerd.

Europees Parlement: bestaat uit vertegenwoordigers van de burgers van de **lidstaten**. Het is een onderdeel van het wetgevende kader, maar met verschillende bevoegdheden, afhankelijk van de procedures volgens welke EU-wetgeving wordt aangenomen. In het kader van de **Economische en Monetaire Unie (EMU)** heeft het Parlement vooral adviserende bevoegdheden. Het **Verdrag** voorziet echter wel in bepaalde procedures voor de democratische verantwoording van de **Europese Centrale Bank (ECB)** aan het Parlement (presentatie van het jaarverslag, algemeen debat over het monetaire beleid, hoorzittingen voor de bevoegde parlementscommissies).

Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB): het ESCB bestaat uit de **Europese Centrale Bank (ECB)** en de nationale centrale banken van alle 15 **lidstaten**, dat wil zeggen dat het naast de leden van het **Eurosysteem** de nationale centrale banken omvat van de lidstaten die nog niet aan de **euro** deelnemen.

Europees Systeem van Rekeningen 1995 (ESR 1995): een stelsel van uniforme statistische definities en classificaties dat tot doel heeft een geharmoniseerde kwantitatieve beschrijving tot stand te brengen van de economieën van de EU-lidstaten. Het ESR is de communautaire versie van het mondiale Stelsel van Nationale Rekeningen 1993. Het ESR 1995 is een nieuwe versie van het Europees Stelsel van Economische Rekeningen, en werd in de loop van 1999 van toepassing overeenkomstig Verordening (EG) nr. 2223/96 van de Raad.

Europese Centrale Bank (ECB): de ECB is het centrum van het **Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB)** en het **Eurosysteem** en bezit rechtspersoonlijkheid ingevolge de communautaire regelgeving. Ze ziet erop toe dat de aan het Eurosysteem en het ESCB toevertrouwde taken worden uitgevoerd, hetzij door middel van haar eigen, door de Statuten van het Europees Stelsel van Centrale Banken en de Europese Centrale Bank opgelegde werkzaamheden, hetzij via de nationale centrale banken.

Europese Commissie (Commissie van de Europese Gemeenschappen): de instelling van de Europese Gemeenschap die belast is met de toepassing van de bepalingen van het **Verdrag**, initiatieven neemt terzake van het Communautair beleid, Gemeenschapswetgeving voorstelt en bevoegdheden heeft terzake van specifieke aangelegenheden. Op het gebied van het economische beleid stelt de Commissie globale richtsnoeren voor het economische beleid in de Gemeenschap voor en brengt zij verslag uit aan de **EU-Raad** omtrent de economische ontwikkelingen en het gevoerde beleid. Zij ziet toe op de overheidsfinanciën in het kader van het multilaterale toezicht en brengt verslag uit aan de Raad.

Europese Raad: voorziet de Europese Unie van de nodige stimulansen bij haar ontwikkeling en bepaalt de algemene politieke uitgangspunten daarbij. De Raad is samengesteld uit de staatshoofden en regeringsleiders van de lidstaten en de Voorzitter van de **Europese Commissie** (zie ook **EU-Raad**).

Eurostat: het bureau voor de statistiek van de Europese Gemeenschappen. Eurostat is een onderdeel van de Europese Commissie en is belast met het vervaardigen van communautaire statistieken. Eurostat verzamelt en verwerkt de hoofdzakelijk door de nationale overheden samengestelde gegevens binnen het kader van uitvoerige vijfjaarlijkse communautaire statistische programma's.

Eurosysteem: omvat de **Europese Centrale Bank (ECB)** en de nationale centrale banken van de **lidstaten** die in de derde fase van de **Economische en Monetaire Unie (EMU)** op de **euro** zijn overgegaan (zie ook **eurogebied**). Momenteel behoren twaalf nationale centrale banken tot het Eurosysteem. Het Eurosysteem wordt bestuurd door de **Raad van Bestuur** en de **Directie** van de ECB.

Financiële markten: de markten waarin partijen met een overschot aan geldmiddelen lenen aan partijen met een tekort aan geldmiddelen.

“Fine-tuning”-transactie: een door het **Eurosysteem** op niet-regelmatige basis uitgevoerde **open-markttransactie** die hoofdzakelijk dient om onverwachte fluctuaties in liquiditeitsverhoudingen in de markt op te vangen.

Future: een contract voor het aan- of verkopen van effecten of grondstoffen tegen een van tevoren afgesproken prijs op een bepaalde datum in de toekomst.

Geconsolideerde balans van de MFI-sector: de geconsolideerde balans van de sector **Monetaire Financiële Instellingen (MFI)** wordt verkregen door het salderen van de onderlinge MFI-posities op de geaggregeerde balans van de MFI's (bijvoorbeeld onderlinge MFI-leningen en deposito's van geldmarktfondsen bij MFI's). Ze verschaft informatie over de activa en passiva van de MFI-sector ten opzichte van de niet tot die sector behorende ingezetenen van het **eurogebied** (de **overheid** en andere ingezetenen van het eurogebied) en van de niet-ingezetenen van het eurogebied. De geconsolideerde balans is de belangrijkste statistische bron voor de berekening van de **monetaire aggregaten** en vormt tevens de basis voor de periodieke analyse van de tegenposten van **M3**.

Geharmoniseerde consumptieprijsindex (HICP): de HICP is door de Europese Commissie (Eurostat), in nauwe samenwerking met de nationale instituten voor de statistiek, het Europees Monetair Instituut (EMI) en later de Europese Centrale Bank (ECB) uitgewerkt. De HICP is de door de ECB gehanteerde prijsmaatstaf voor de kwantitatieve beoordeling van prijsstabiliteit.

Geharmoniseerde rentevoet voor de lange termijn: Op grond van Protocol Nr. 21 betreffende de in artikel 121 (ex artikel 109j) van het Verdrag dient de convergentie van het niveau van de rentevoet te worden gemeten op basis van langlopende staatsobligaties of vergelijkbare waardepapieren, rekening houdend met verschillen in de nationale definities. Het **Europees Monetair Instituut (EMI)** heeft daarom de voorbereidingen verricht voor de harmonisatie van de statistieken met betrekking tot de rentevoet voor de lange termijn en, namens de **Europese Commissie (Eurostat)**, de gegevens van de nationale centrale banken verzameld. De **Europese Centrale Bank (ECB)** heeft deze taak overgenomen.

Geldhoeveelheidsbeleid: een monetaire-beleidsstrategie die tot doel heeft de **prijsstabiliteit** te handhaven door zich te richten op de mate waarin de groei van de geldhoeveelheid van een doelstelling afwijkt (zie ook **directe-inflatiestrategie** en **wisselkoersstrategie**).

Geldmarkt: de markt voor het aantrekken, beleggen en verhandelen van kortlopende geldmiddelen middels geldmarktinstrumenten die over het algemeen een oorspronkelijke looptijd hebben van minder dan een jaar.

Geldvraag: een economische kernverhouding die de vraag naar geld door niet-**Monetaire Financiële Instellingen (MFI's)** weerspiegelt. De vraag naar geld

wordt vaak uitgedrukt als een functie van prijzen en economische bedrijvigheid, die het niveau van de transacties in de economie weergeeft, en bepaalde rente-variabelen, die de alternatieve kosten meten van het aanhouden van geld en het rendement op het aanhouden van geld.

Girale deposito's: deposito's met een looptijd van één dag. Dit instrument bestaat voornamelijk uit direct opvraagbare deposito's die volledig overdraagbaar zijn (via cheques en dergelijke). Het omvat tevens niet-overdraagbare deposito's die onmiddellijk of aan het einde van de volgende werkdag in geld kunnen worden omgezet. Girale deposito's maken deel uit van M1 (en dus ook van M3).

Globale richtsnoeren voor het economisch beleid: worden eens per jaar door de EU-Raad vastgesteld en vormen een kader voor het bepalen van de doelstellingen en oriëntatie van het economisch beleid van de **lidstaten** en de Europese Gemeenschap.

Investeringen: bruto investeringen in vaste activa zoals bedoeld in het **Europees Systeem van Rekeningen 1995 (ESR 95)**.

Kredietinstelling: een instelling zoals gedefinieerd in artikel 1, lid 1, van de Richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad van 20 maart 2000 betreffende de toegang tot en de uitoefening van de werkzaamheden van kredietinstellingen. Volgens die definitie is een kredietinstelling (a) een onderneming waarvan de werkzaamheden bestaan uit het van het publiek in ontvangst nemen van deposito's of van andere terugbetaalbare gelden en het verlenen van kredieten voor eigen rekening, of (b) een instelling voor elektronisch geld zoals gedefinieerd in Richtlijn 2000/46/EG van het Europees Parlement en de Raad van 18 september 2000 betreffende de toegang tot, de uitoefening van en het bedrijfseconomisch toezicht op de werkzaamheden van instellingen voor elektronisch geld.

Kredietverlening aan ingezetenen van het eurogebied: een brede maatstaf van de financiering van niet tot de sector **Monetaire Financiële Instellingen (MFI's)** behorende ingezetenen van het eurogebied (waaronder de **overheid** en de particuliere sector) door de MFI-sector. Ze wordt gedefinieerd als (i) leningen en (ii) door MFI's aangehouden effecten. Deze laatste omvatten aandelen, deelnemingen en schuldbewijzen, inclusief geldmarktpapier, uitgegeven door niet tot de MFI-sector behorende ingezetenen van het eurogebied. Aangezien effecten kunnen worden gezien als een alternatief voor leningen als financieringsbron en sommige leningen kunnen worden geëffectiseerd, geeft deze definitie nauwkeuriger informatie over het totale bedrag aan middelen dat door de MFI-sector aan de economie wordt verschaft dan een eng gedefinieerd geldbegrip waaronder slechts leningen zijn begrepen.

Leningen aan ingezetenen van het eurogebied: door **Monetaire Financiële Instellingen (MFI's)** aan geldnemers verstrekt krediet dat niet in verhandelbare stukken is vastgelegd of (indien wel verhandelbaar geworden) niet uit een enkel document bestaat. Deze definitie omvat leningen aan huishoudens, niet-financiële ondernemingen en de overheid. Leningen aan huishoudens omvatten consumptief krediet

(leningen ten behoeve van het persoonlijke gebruik van consumptiegoederen en -diensten), woninghypotheken (kredietverlening ten behoeve van investeringen in woningen, waaronder bouwwerkzaamheden en woningverbetering) en overige leningen (ten behoeve van schuldconsolidatie, onderwijs, e.d.) (zie ook **kredietverlening aan ingezetenen van het eurogebied**).

Langerlopende herfinancieringstransactie: een op regelmatige basis door het **Eurostelsel** uitgevoerde **open-markttransactie** in de vorm van een **transactie met wederinkoop**. Langerlopende herfinancieringstransacties worden uitgevoerd via maandelijkse **standaardtenders** en hebben een looptijd van drie maanden.

Lidstaat: een aan de Europese Unie deelnemend land.

M1, M2, M3: zie **monetaire aggregaten**.

Marginale beleningsfaciliteit: een **permanente faciliteit** van het **Eurostelsel** die door **tegenpartijen** kan worden benut voor het verkrijgen, van een nationale centrale bank, van krediet tot de volgende ochtend tegen een van tevoren vastgestelde rentevoet (zie **basisrentetarieven van de ECB**).

Markt voor schuldbewijzen: de markt waar schuldbewijzen worden uitgegeven en verhandeld. Een schuldbewijs is een verplichting om regelmatige betalingen te verrichten gedurende een specifieke periode.

Minimale inschrijvingsrente: De minimale rente waartegen **tegenpartijen** mogen inschrijven op **variabele-rentetenders** (zie **basisrentetarieven van de ECB**).

Monetaire aggregaten: een monetair aggregaat kan worden gedefinieerd als de som van de **chartale geldomloop** plus de uitstaande bedragen van een aantal passiva van financiële instellingen met een hoge liquiditeitsgraad in ruime zin. Het enge monetaire aggregaat **M1** werd door het **Eurostelsel** gedefinieerd als de geldomloop plus de door ingezetenen van het **eurogebied** (exclusief de centrale overheid) bij gelduitgevende instellingen van het eurogebied aangehouden **girale deposito's**. Het monetaire aggregaat **M2** omvat **M1** plus **deposito's met een vaste looptijd** tot en met twee jaar en **deposito's met een opzegtermijn** tot en met drie maanden. Het ruime monetaire aggregaat **M3** bestaat uit **M2** plus **repo-transacties**, aandelen/participaties in geldmarktfondsen, en geldmarktpapier en schuldbewijzen met een looptijd tot en met twee jaar. De **Raad van Bestuur** heeft een referentiewaarde aangekondigd voor de jaarlijkse groei van **M3** (zie ook **referentiewaarde voor de monetaire groei**).

Monetaire Financiële Instellingen (MFI's): financiële instellingen die de gelduitgevende sector van het **eurogebied** uitmaken. Die sector omvat het **Eurostelsel**, de ingezetenen **kredietinstellingen** zoals gedefinieerd in de communautaire regelgeving en alle andere ingezetenen financiële instellingen die er hun bedrijf van maken deposito's en/of nauwe substituten van deposito's aan te trekken van andere entiteiten dan MFI's en die voor eigen rekening (ten minste in economische zin) krediet ver-

strekken en/of beleggen in effecten. De laatstgenoemde groep bestaat hoofdzakelijk uit geldmarktfondsen.

Neutraliteit van geld: een economisch grondbeginsel volgens hetwelk veranderingen in de geldhoeveelheid op de lange termijn slechts nominale en geen reële variabelen kunnen beïnvloeden, met andere woorden dat veranderingen in de geldhoeveelheid op de lange termijn geen invloed hebben op de reële productie, de werkloosheid of de reële rente.

Nominaal-effectieve wisselkoersen: zie **effectieve (nominale/reële) wisselkoersen**.

Obligatiemarkt: de markt waar langerlopende schuldbewijzen worden uitgegeven en verhandeld. Zie **markt voor schuldbewijzen**.

Onafhankelijkheid van de centrale bank: het beginsel van de onafhankelijkheid van de centrale bank wordt in zowel artikel 108 (ex artikel 107) van het Verdrag als artikel 7 van de statuten van het Europees Stelsel van Centrale Banken vastgelegd. Bij de uitoefening van de bevoegdheden en het vervullen van de aan hen opgedragen taken en plichten is het noch de **Europese Centrale Bank (ECB)**, noch een nationale centrale bank, noch enig lid van hun besluitvormende organen toegestaan instructies te vragen aan dan wel te aanvaarden van instellingen of organen van de Gemeenschap, van regeringen van **lidstaten** of van enig ander orgaan. Tegelijkertijd dienen de instellingen en organen van de Gemeenschap alsmede de regeringen van de lidstaten dit beginsel te eerbiedigen en niet te trachten de leden van de besluitvormende organen van de ECB of van de nationale centrale banken te beïnvloeden.

Onderpand: activa verpand als garantie voor de aflossing van de leningen die **kredietinstellingen** van centrale banken ontvangen, alsmede activa die aan centrale banken werden verkocht, bijvoorbeeld door kredietinstellingen aan centrale banken in het kader van **repotransacties**.

Open-markttransactie: een op initiatief van de centrale bank op de financiële markten uitgevoerde transactie in één van de volgende vormen: (i) rechtstreekse aan- of verkoop van activa (contant of op termijn); (ii) koop of verkoop van activa krach- tens een **repo-overeenkomst**; (iii) lening op **onderpand** van beleenbare activa; (iv) uitgifte van schuldbewijzen van de centrale bank; (v) aantrekken van termijn- deposito's; of (vi) **deviezenswaps** tussen nationale en vreemde valuta's.

Optie: een optie is een financieel instrument dat de bezitter het recht geeft, maar niet de verplichting oplegt, een specifiek onderliggend activum (bijv. een obligatie of een aandeel) tegen een vooraf bepaalde prijs (de uitoefenprijs) te kopen of te verkopen op of tot een zekere toekomstige datum (de uitoefen- of vervaldatum). Een call-optie geeft de houder het recht het onderliggende activum te kopen tegen een overeengekomen uitoefenprijs, terwijl een put-optie de houder het recht geeft dat activum te verkopen tegen een afgesproken uitoefenprijs.

Output gap: het verschil tussen de werkelijke en de potentiële productie van een

economie uitgedrukt als percentage van de potentiële productie. Het groeicijfer van de potentiële productie kan worden gezien als de reële productiegroei die op de middellange tot lange termijn gecontinueerd kan worden. In de praktijk kan dit lijken op de trendmatige groei van de economie. De potentiële productie, en dus ook de output gap, is heel moeilijk real-time in te schatten.

Overheid: bestaat uit de centrale overheid, de deelstaatoverheid en de lagere overheid en de sociale-verzekeringsinstellingen, zoals gedefinieerd in het **Europees Systeem van Rekeningen 1995 (ESR 1995)**.

Pact voor Stabiliteit en Groei: omvat twee verordeningen van de **Europese Raad**, één inzake versterkt toezicht op begrotingssituaties en toezicht op en coördinatie van het economisch beleid, en een andere inzake de bespoediging en verduidelijking van de toepassing van de procedure bij buitensporige tekorten, alsook een op de Top in Amsterdam op 17 juni 1997 goedgekeurde Resolutie van de Europese Raad betreffende het Pact voor Stabiliteit en Groei. Het pact heeft tot doel in de derde fase van de **Economische en Monetaire Unie (EMU)** gezonde overheidsfinanciën te garanderen om betere voorwaarden te creëren voor **prijsstabiliteit** en sterke en duurzame groei, en aldus de werkgelegenheid te bevorderen. Meer bepaald is een begrotingssituatie nabij evenwicht of in overschot vereist als doelstelling op de middellange termijn voor de lidstaten, die hen in staat zou stellen normale conjunctuurschommelingen op te vangen zonder dat hun overheidstekort de **referentiewaarde** van 3% overschrijdt. Overeenkomstig het Pact voor Stabiliteit en Groei dienen landen die aan de EMU deelnemen **stabiliteitsprogramma's** in te dienen, terwijl niet-deelnemende landen **convergentieprogramma's** zullen blijven verstrekken.

Permanente faciliteit: een centrale-bankfaciliteit waarvan **tegenpartijen** op eigen initiatief gebruik kunnen maken. Het **Eurostelsel** biedt twee permanente faciliteiten met een looptijd tot de volgende ochtend aan, te weten de **marginale beleningsfaciliteit** en de **depositofaciliteit**.

Prijsstabiliteit: het handhaven van de prijsstabiliteit is de primaire doelstelling van de **Europese Centrale Bank (ECB)**. De **Raad van Bestuur** heeft een kwantitatieve definitie van prijsstabiliteit bekendgemaakt om duidelijk richting te geven aan de verwachtingen ten aanzien van prijsontwikkelingen en om verantwoording te kunnen afleggen. De Raad van Bestuur definieert prijsstabiliteit als een jaarlijkse stijging van de **geharmoniseerde consumptieprijsindex (HICP)** voor het **eurogebied** van minder dan 2%. De Raad van Bestuur heeft bekendgemaakt dat de prijsstabiliteit volgens die definitie dient te worden gehandhaafd op de middellange termijn. De definitie bakent een bovengrens af voor het gemeten inflatietempo en tegelijkertijd geeft het woord "stijging" in de definitie aan dat deflatie, dat wil zeggen langdurige dalingen van het HICP-peil, niet verenigbaar wordt geacht met prijsstabiliteit.

Procedure bij buitensporige tekorten: de procedure die in artikel 104 van het Verdrag is vastgelegd en die verder is uitgewerkt in Protocol Nr. 20 betreffende de procedure bij buitensporige tekorten. Krachtens artikel 104 dienen de **lidstaten** de begrotingsdiscipline te handhaven. Dit artikel bevat de criteria waaraan de begro-

tingssituatie moet voldoen en omschrijft de te nemen maatregelen indien daar niet aan wordt voldaan. In dit artikel worden met name de **convergentiecriteria** met betrekking tot de **tekortquote** en de **schuldquote** uiteengezet alsmede de procedure voorafgaand aan en volgend op een besluit door de **EU-Raad** dat in een lidstaat een buitensporig tekort bestaat. Ook worden de verdere stappen genoemd in het geval van een aanhoudend buitensporig tekort. Het Pact voor Stabiliteit en Groei bevat verdere bepalingen ter bespoediging en verduidelijking van de tenuitvoerlegging van de procedure bij buitensporige tekorten.

Projecties door stafleden van het Eurosysteem: de door stafleden van het Eurosysteem samengestelde projecties ten aanzien van mogelijke toekomstige macro-economische ontwikkelingen in het eurogebied. De projecties voor het eurogebied sluiten aan bij de projecties voor de afzonderlijke landen. De projecties maken deel uit van de tweede pijler van de monetaire-beleidsstrategie van de **Europese Centrale Bank (ECB)** en worden samen met meerdere analyses gebruikt in de beoordeling door de **Raad van Bestuur** van de risico's voor de **prijstabiliteit**.

Raad van Bestuur: een van de bestuursorganen van de **Europese Centrale Bank (ECB)**. De Raad van Bestuur bestaat uit alle leden van de **Directie** van de ECB en de presidenten van de nationale centrale banken van de **lidstaten** die op de **euro** zijn overgegaan.

Rechtstreekse aan- of verkoop van waardepapier: een transactie waarbij activa rechtstreeks in de markt aan- of verkocht worden (contant of op termijn).

Reëel-effectieve wisselkoersen: zie **effectieve (nominale/reële) wisselkoersen**.

Referentiewaarde voor de begrotingspositie: protocol nr. 20 van het **Verdrag** betreffende de procedure bij buitensporige tekorten formuleert expliciete referentiewaarden voor de **tekortquote** van de **overheid** (3% bbp) en de **schuldquote** (60% bbp) (zie ook **Pact voor Stabiliteit en Groei**).

Referentiewaarde voor de monetaire groei: de **Raad van Bestuur** kent de geldhoeveelheid een vooraanstaande rol toe in zijn beleidsvoering, wat impliceert dat de **monetaire aggregaten** en hun tegenposten grondig worden geanalyseerd gelet op de informatie die ze bevatten voor de toekomstige prijsontwikkelingen. Dit wordt tot uitdrukking gebracht door de bekendmaking van een referentiewaarde voor de groei van het monetaire aggregaat **M3**. De referentiewaarde is afgeleid op een wijze die verenigbaar is met en bevorderlijk voor de **prijstabiliteit**, zoals die door de Raad van Bestuur is gedefinieerd, en berust op middellange-termijnhypotheseën inzake de trendmatige groei van het reële bbp en de trendmatige omloopsnelheid van M3. Aanzienlijke of langdurige afwijkingen van de M3-groei ten opzichte van de referentiewaarde duiden, onder normale omstandigheden, op risico's voor de prijsstabiliteit op de middellange termijn.

Rentetermijncontract: een overeenkomst waarbij de ene partij zich ertoe verplicht de andere partij een bepaald rentetarief te vergoeden op een bepaalde hoofd-

som gedurende een specifieke, in de toekomst ingaande periode.

Repo-overeenkomst: een overeenkomst waarbij een activum wordt verkocht terwijl de verkoper tegelijkertijd het recht verwerft en de verplichting op zich neemt dat activum tegen een vastgestelde prijs op een toekomstige datum of op verzoek terug te kopen. Een dergelijke overeenkomst is vergelijkbaar met het opnemen van krediet op onderpand, behalve dat het eigendom van de effecten niet door de verkoper wordt behouden. Bij een **transactie met wederinkoop** maakt het **Eurostelsel** gebruik van een repo-overeenkomst met een vaste looptijd. Repo-transacties behoren tot **M3** ingeval de verkoper een **Monetaire Financiële Instelling (MFI)** is en de tegenpartij een niet tot de MFI-sector behorende ingezetene van het eurogebied. Krachtens de Verordening van de ECB met betrekking tot de geconsolideerde balans van de sector monetaire financiële instellingen (ECB/1998/16) worden **repo-transacties (repo's)** ingedeeld bij de kortlopende passiva, aangezien ze niet verhandelbaar zijn. Repo's behoren echter niet tot M2 omdat zij een hogere mate van substitutie hebben met kortlopende effecten dan met **deposito's met een vaste looptijd** of **deposito's met een opzegtermijn**. Bovendien zijn repo's instrumenten voor de zakelijke markt terwijl traditionele bankdeposito's gericht zijn op particulieren.

Repo-transactie (repo): een liquiditeitsverschaffende **transactie met wederinkoop** die gebaseerd is op een **repo-overeenkomst**.

Reservebasis: de som van de balansposten (met name passiva) die de basis vormen voor de berekening van de **reserveverplichtingen** van een **kredietinstelling**.

Reserveratio: het door de centrale bank vastgestelde percentage voor elke categorie reserveplichtige posten die deel uitmaken van de **reservebasis**. De reserveratio's worden gebruikt voor de berekening van de **reserveverplichtingen**.

Reserveverplichting: de aan kredietinstellingen opgelegde verplichting minimum-reserves aan te houden bij de centrale bank. In het stelsel van reserveverplichtingen van het **Eurostelsel** wordt de reserveverplichting van een **kredietinstelling** berekend door de **reserveratio** voor elke categorie in de **reservebasis** opgenomen posten te vermenigvuldigen met het bedrag van die posten in de balans van de instelling. Daarnaast is het instellingen toegestaan een vaste aftrek in mindering te brengen van hun reserveverplichtingen.

Schuldquote: het onderwerp van een van de convergentiecriteria betreffende de overheidsfinanciën zoals vastgelegd in artikel 104, lid 2, van het **Verdrag**. Deze ratio wordt gedefinieerd als “*de verhouding tussen de overheidsschuld en het bruto binnenlands product tegen marktprijzen*”, terwijl het begrip overheidsschuld in protocol nr. 20 (over de procedure bij buitensporige tekorten) wordt gedefinieerd als de “*totale aan het eind van het jaar uitstaande brutoschuld tegen nominale waarde, geconsolideerd tussen en binnen de sectoren van de algemene overheid*”. De algemene overheid komt overeen met de definitie in het **Europees Stelsel van Rekeningen 1995 (ESR 1995)**.

Stabiliteitsprogramma's: ledere **lidstaat** die de eenheidsmunt heeft ingevoerd moet overheidsplannen voor de middellange termijn indienen, waaronder aannames

met betrekking tot economische kernvariabelen, voor het bereiken van een begrotingssituatie die nabij evenwicht of in overschot zoals in het **Pact voor Stabiliteit en Groei** wordt bedoeld. Maatregelen om het vorderingensaldo te stabiliseren alsmede de onderliggende economische scenario's worden in deze programma's belicht. De stabiliteitsprogramma's moeten elk jaar worden geactualiseerd. Op basis van de door de **Europese Commissie** en het **Economisch en Financieel Comité** verrichte evaluaties onderzoekt de Ecofin-Raad of de in het stabiliteitsprogramma opgenomen begrotingsdoelstelling voor de middellange termijn voorziet in een veiligheidsmarge om te voorkomen dat een buitensporig tekort ontstaat. Overeenkomstig het **Pact voor Stabiliteit en Groei** moeten landen die nog niet op de euro zijn overgegaan jaarlijks een convergentieprogramma indienen.

Standaardtender: een tenderprocedure die door het **Eurosysteem** wordt gebruikt bij op regelmatige basis uitgevoerde **open-markttransacties**. Standaardtenders worden uitgevoerd in een tijdsbestek van 24 uur. Alle **tegenpartijen** die aan de algemene voorwaarden voldoen, mogen inschrijven op standaardtenders.

Swap: overeenkomst voor het uitwisselen van toekomstige kasstromen volgens een van tevoren afgesproken formule (zie **deviezenswap**).

TARGET-systeem (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer): een betalingssysteem dat bestaat uit één **RTBV-systeem** in elk van de 15 EU-lidstaten en het ECB-betalingsmechanisme van de Europese Centrale Bank (ECB). De nationale RTBV-systemen en het ECB-betalingsmechanisme zijn onderling verbonden via gemeenschappelijke procedures ("interlinking") teneinde in de gehele EU de uitwisseling van grensoverschrijdende betalingen van het ene systeem naar het andere mogelijk te maken.

Tegenpartij: de andere partij bij een financiële transactie (bijvoorbeeld elke transactie met de centrale bank).

Tekortquote: het onderwerp van een van de convergentiecriteria betreffende de overheidsfinanciën zoals vastgelegd in artikel 104, lid 2, van het **Verdrag**. Deze ratio wordt gedefinieerd als "*de verhouding tussen het voorziene of feitelijke overheidstekort en het bruto binnenlands product*" tegen marktprijzen, terwijl het overheidstekort in protocol nr. 20 (over de **procedure bij buitensporige tekorten**) wordt gedefinieerd als "*het netto financieringstekort van de overheid*". De **overheid** komt overeen met de definitie in het **Europees Systeem van Rekeningen 1995 (ESR 1995)**.

Transactie met wederinkoop: een transactie waarbij de centrale bank activa koopt of verkoopt krachtens een **repo-overeenkomst** of kredieten verleent tegen **onderpand**.

Transmissiemechanisme van het monetaire beleid: het proces waarbij monetaire-beleidsbesluiten doorwerken in de economie in het algemeen en het prijsniveau in het bijzonder. Het voltrekt zich via een aantal complexe en vaak met elkaar verwoven transmissiekanalen.

Twee pijlers van de monetaire-beleidsstrategie: de monetaire-beleidstrategie van de **Europese Centrale Bank (ECB)** is gebaseerd op de kwantitatieve definitie van de doelstelling van **prijlstabiliteit** en op twee analytische kaders (pijlers) die een rol spelen bij het beoordelen van de risico's voor de toekomstige prijsstabiliteit. De eerste pijler kent een prominente rol toe aan de geldhoeveelheid; de ontwikkelingen in M3 en in de kredietverlening worden grondig geanalyseerd. Deze pijler behelst een referentiewaarde voor de groei van M3 en een aantal modellen waarin de ontwikkelingen in M3 en in de kredietverlening een rol spelen bij het beoordelen of voorspellen van de prijsontwikkelingen. De tweede pijler behelst een brede reeks andere economische en financiële variabelen en omvat diverse modellen waarin de prijsontwikkelingen worden bepaald door de kostendruk en de interactie tussen vraag en aanbod in de goederen-, diensten- en arbeidsmarkten.

Verantwoording(splicht): het beginsel dat een instelling met beslissingsbevoegdheid verantwoordelijk wordt gesteld voor haar handelswijze.

Verdrag: deze term verwijst naar het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap. Het Verdrag is ondertekend in Rome op 25 maart 1957 en werd van kracht op 1 januari 1958. Met dit Verdrag, dat ook wel het "Verdrag van Rome" wordt genoemd, werd de Europese Economische Gemeenschap (EEG) opgericht. Het Verdrag betreffende de Europese Unie (dat ook bekendstaat als het "Verdrag van Maastricht") werd op 7 februari 1992 ondertekend en werd van kracht op 1 november 1993. Met het Verdrag betreffende de Europese Unie, dat wijzigingen bevatte ten opzichte van het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap, werd de Europese Unie opgericht. Het "Verdrag van Amsterdam", dat op 2 oktober 1997 in Amsterdam werd ondertekend en van kracht werd op 1 mei 1999 heeft zowel het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap als het Verdrag betreffende de Europese Unie herzien. Evenzo zal het "Verdrag van Nice", dat de conclusies omvat van de in 2000 gehouden Intergouvernementele Conferentie en werd ondertekend op 26 februari 2001, het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap en het Verdrag betreffende de Europese Unie verder aanpassen, zodra het is geratificeerd en van kracht wordt.

Voorlopende indicatoren: economische variabelen die vooruitlopen op of nuttige informatie bevatten met betrekking tot het voorspellen van toekomstige ontwikkelingen bij andere variabelen.

Wisselkoersstrategie: een monetaire-beleidsstrategie die tot doel heeft de **prijstabiliteit** te handhaven door zich te richten op een stabiele (of zelfs vaste) wisselkoers ten opzichte van een andere valuta of groep van valuta's (zie ook **geldhoeveelheidsbeleid** en **directe-inflatiestrategie**).

Bibliografie

Hoofdstuk 1

Officiële publicaties van de ECB

- ECB (1999), Het Eurosysteem en het Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB), *Maandbericht*, januari
- ECB (1999), Het institutioneel kader van het Europees Stelsel van Centrale Banken, *Maandbericht*, juli
- ECB (2000), *Jaarverslag 1999*, april
- ECB (2000), *Convergentieverslag 2000*, mei

Overige publicaties

- EMI (1998), *Convergentieverslag 1998*, maart
- Padoa-Schioppa, T. (1994), *The road to Monetary Union in Europe: the Emperor, the Kings, and the Genies*, Oxford University Press
- Zilioli, C. en M. Selmayr (1999), The European Central Bank, its system and its law (first part), *Euredia*, no. 2, pp. 187-230
- Zilioli, C. en M. Selmayr (1999), The European Central Bank, its system and its law (second and third part), *Euredia*, no. 3, pp. 307-364

Hoofdstuk 2

Officiële publicaties van de ECB

- ECB (1999), Het eurogebied bij de aanvang van de derde fase, *Maandbericht*, januari
- ECB (1999), *Possible effects of EMU on the EU banking systems in the medium to long term*, februari
- ECB (1999), Het bankwezen in het eurogebied: structurele kenmerken en tendensen, *Maandbericht*, april
- ECB (1999), De balansen van de Monetaire Financiële Instellingen in het eurogebied (begin 1999), *Maandbericht*, augustus
- ECB (2000), Het eurogebied één jaar na de invoering van de euro: basiskkenmerken en wijzigingen in de financiële structuur, *Maandbericht*, januari
- ECB (2000), De buitenlandhandel van het eurogebied: gestileerde feiten en recente tendensen, *Maandbericht*, augustus
- ECB (2001), Het eurogebied na de toetreding van Griekenland, *Maandbericht*, januari
- ECB (2001), De kenmerken van bedrijfsfinanciering in het eurogebied, *Maandbericht*, februari
- ECB (2001), *TARGET Annual Report*, mei
- ECB (2001), Financiering en financiële beleggingen van de niet-financiële sectoren in het eurogebied, *Maandbericht*, mei

Overige publicaties

- Europese Commissie (1990), One Market, One Money, *European Economy*, speciale uitgave, no. 1
- Fabiani, S. en R. Mestre (2000), Alternative measures of the NAIRU in the euro area: estimates and assessment, *ECB Working Paper No. 17*, maart
- Layard, P. R. G., S. Nickell en R. Jackman (1991), *Unemployment: Macroeconomic Performance and the Labour Market*, Oxford University Press
- Noyer, C. (1998), The euro in the global financial market, *Economic and Financial Review*, vol. 5, pp. 167-175
- Roseveare, D. et al. (1996), Ageing populations, pension systems and government budgets: Simulations for 20 OECD countries, *OECD Economics Department Working Paper No. 168*
- Santillán, J., M. Bayle en C. Thygesen (2000), The impact of the euro on money and bond markets, *ECB Occasional Paper No. 1*, juli

Hoofdstuk 3

Officiële publicaties van de ECB

- ECB (1999), De op stabiliteit gerichte monetaire-beleidsstrategie van het Eurosysteem, *Maandbericht*, januari
- ECB (1999), Monetaire aggregaten voor het eurogebied en hun rol in de monetaire-beleidsstrategie van het Eurosysteem, *Maandbericht*, februari
- ECB (2000), *Statistical information collected and compiled by the ESCB*, mei
- ECB (2000), Monetaire-beleidsstrategie in het eurogebied, *Maandbericht*, juli
- ECB (2000), *Statistical requirements of the ECB in the field of general economic statistics*, augustus
- ECB (2000), De twee pijlers van het monetaire beleid van de ECB, *Maandbericht*, november
- ECB (2001), Algemene economische statistieken voor het eurogebied: een beoordeling, *Maandbericht*, april
- ECB (2001), *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, rapport, juni

Overige publicaties

- Issing, O., V. Gaspar, I. Angeloni, en O. Tristani (2001), *Monetary policy in the euro area: Strategy and decision-making at the European Central Bank*
- Brand, C. en N. Cassola (2000), A money demand system for euro area M3, *ECB Working Paper No. 39*, november
- Calza, A., A. Jung en L. Stracca (2000), An econometric analysis of the main components of M3 in the euro area, *Review of World Economics*, vol. 136, pp. 680-701
- Calza, A., C. Gartner en J. Sousa (2001), Modelling the demand for loans to the private sector in the euro area, *ECB Working Paper No. 55*, april

Coenen, G. en J.-L. Vega (1999), The demand for M3 in the euro area, *ECB Working Paper No. 6*, september

Duisenberg, W. (2000), *From the EMI to the ECB*, toespraak tijdens het Bicentennial Symposium van de Banque de France, Parijs, 30 mei 2000

Domingo-Solans, E. (2000), *Monetary policy under inflation targeting*, bijdrage aan de vierde jaarlijkse conferentie van de Banco Central de Chile, Santiago de Chile

ECB en the Center for Financial Studies of the Johann Wolfgang Goethe-University in Frankfurt (1999), *Monetary policy-making under uncertainty*, op 3 en 4 december 1999 gehouden conferentie, Frankfurt am Main

ECB (2001), *Why price stability?* (eerste ECB Central Banking Conference), Frankfurt am Main

ECB (2001), *Monetary analysis: Tools and applications* (conferentieverslag), Frankfurt am Main

Fagan, G., J. Henry en R. Mestre (2000), An area-wide model (AWM) for the euro area, *ECB Working Paper No. 42*, december

Issing, O. (1999), The Eurosystem: Transparent and Accountable, *Journal of Common Market Studies*, vol. 37 (3), pp. 503-519

Issing, O. (2000), The monetary policy of the European Central Bank: strategy and implementation, *Kredit und Kapital*, vol. 15, pp. 353-388

Nicoletti-Altimari, S. (2001), Does money lead inflation in the euro area?, *ECB Working Paper No. 63*, mei

Stracca, L. (2001), The functional form of the demand for euro area M1, *ECB Working Paper No. 51*, maart

Winkler, B. (2000), Which kind of transparency? On the need for clarity in monetary policy-making, *ECB Working Paper No. 26*, augustus

Hoofdstuk 4

Officiële publicaties van de ECB

ECB (1999), Het operationele kader van het Eurosysteem: beschrijving en eerste beoordeling, *Maandbericht*, mei

ECB (2000), De overgang op variabele-rentetenders bij de basis-herfinancieringstransacties, *Maandbericht*, juli

ECB (2000), *Het gemeenschappelijke monetaire beleid in de derde fase: Algemene documentatie met betrekking tot de monetaire-beleidsinstrumenten en -procedures van het Eurosysteem*, november

ECB (2001), Het onderpandskader van het Eurosysteem, *Maandbericht*, april

Overige publicaties

Bindseil, U. en F. Seitz (2001), The supply and demand for Eurosystem deposits the first 18 months, *ECB Working Paper No. 44*, februari

Blenck, D. (2000), *Main features of the monetary policy frameworks of the Bank of Japan, the Federal Reserve System and the Eurosystem*, bijdrage aan de ECB conferentie over het operationele kader van het Eurosysteem en de financiële markten, 5-6 mei 2000 in Frankfurt am Main, www.ecb.int

Blinder, A. S. (1998), *Central banking in theory and practice*, MIT Press

Borio, C. (1997), Monetary policy operating procedures in industrial countries, *Implementation and tactics of monetary policy*, BIS conference papers, No. 3, pp. 286-368

EMI (1997), *The single monetary policy in Stage Three – Specification of the operational framework*, januari

Hämäläinen, S. (2000), *The operational framework of the Eurosystem*, bijdrage aan de ECB conferentie over het operationele kader van het Eurosysteem en de financiële markten, 5-6 mei 2000 in Frankfurt am Main, www.ecb.int

Manna, M., H. Pill en G. Quirós (2001), The Eurosystem's operational framework in the context of its monetary policy strategy, *International Finance*, no. 4(1)

Hoofdstuk 5

Officiële publicaties van de ECB

ECB (2000), Monetaire-beleidsbeslissingen in het kader van de strategie van het Eurosysteem, *Jaarverslag 1999*, Hoofdstuk I

ECB (2001), Overzicht: monetaire-beleidsmaatregelen in 2000, *Jaarverslag 2000*, Hoofdstuk I

Overige publicaties

Duisenberg, W. F. (1998, 1999 en 2000), *Introductory statements delivered at the hearing before the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament*, 8 december 1998, 18 januari 1999, 19 april 1999, 29 november 1999, 20 maart 2000, 20 juni 2000, 12 september 2000 en 23 november 2000

Issing, O. (2000), The ECB's monetary policy: experience after the first year, *Journal for Policy Modelling*, vol. 22(3), pp. 325-343

Issing, O. (2001), The euro – the experience of the past 2 years, *Journal of Asian Economics*, vol. 12, pp. 1-20

Index

Aandelenmarkt	25, 31, 32, 131
Basis-herfinancieringstransactie	44, 65, 67-72, 75, 81-91, 131, 149
Chartale geldhoeveelheid	131
Convergentiecriteria	9, 131, 142, 143, 144
Deposito's met opzegtermijn	34
Deposito's met vaste looptijd	34, 35
Depositofaciliteit	63, 65-67, 69, 76-91, 131, 132, 141
Derde fase van de EMU	8, 19, 21, 25, 29, 51, 74, 83, 85, 86, 133
Derivatenmarkt	28, 29, 132
Deviezenswap	29, 66, 72, 82, 132, 140, 144
Directe-inflatiestrategie	50, 61, 133, 137, 145
Directie van de ECB	2, 11, 105, 111, 117, 129, 136, 142
Doorzichtigheid	3, 13, 33, 39, 41, 59, 60, 64
Economisch en Financieel Comit	106, 133, 144
Economische en Monetaire Unie	7, 95, 98, 104, 105, 109, 131, 133-136, 141
Effectieve wisselkoers	5, 23, 24, 88, 133, 134, 140, 142
EONIA	5, 28, 29, 68, 69, 77, 134
EU-Raad	21, 43, 133, 134, 135, 136, 138, 142
EURIBOR	28, 29, 135
Europees Monetair Instituut	42, 132, 133, 135, 137
Europees Monetair Stelsel	109, 112, 134, 135
Europees Parlement	13, 97, 98, 101-118, 127, 129, 135, 138
Europees Stelsel van Centrale Banken	9, 96, 113, 132, 135, 136, 140, 147
Europese Centrale Bank	2, 4, 7, 9, 74, 96, 113, 115, 131-145
Europese Commissie	13-22, 41, 42, 55, 90, 132-148
Eurostat	16, 17, 19, 23, 41, 42, 54, 55, 89, 90, 136, 137
Financiële markten	3, 24, 25, 28, 41, 55, 67, 68, 88, 92, 119, 137, 140, 150
“Fine-tuning”-transactie	69, 71-73, 83, 137
Geconsolideerde balans van de MFI-sector	33, 34, 131, 137
Geharmoniseerde Consumptieprijsindex (HICP)	42, 134, 137, 141
Geldhoeveelheidsbeleid	50, 61, 133, 137, 145
Geldvraag	50, 51, 52, 137
Girale deposito's	34, 35, 69, 74, 134, 138, 139
Globale richtsnoeren voor het economische beleid	136
Langerlopende herfinancieringstransactie	5, 67, 69, 71, 72, 78, 81, 82, 139
M1	5, 34, 53, 87, 138, 139, 149
M2	34, 35, 132, 139, 143
M3	5, 34, 35, 48, 51-53, 86, 87, 89, 91, 92, 131, 132, 137-139, 142, 143, 145, 148, 149
Macro-economische projecties	56, 57
Marginale beleningsfaciliteit	65-67, 76-79, 82, 85, 87, 88, 91, 131, 139, 141
Markt voor schuldbewijzen	29, 30, 139, 140
Monetaire aggregaten	4, 5, 33-35, 45-58, 86, 88, 91, 137-148
Monetaire Financiële Instellingen	4, 15, 25, 32, 33, 132, 137-139, 143, 147
Monetaire-beleidsstrategie	3-8, 39, 47-61, 63, 89, 133-148
Neutraliteit van geld	140

Obligatiemarkt	92, 140
Onafhankelijkheid van de centrale bank	12, 59, 140
Onderpand	5, 28, 29, 65, 67-69, 72, 119, 134-149
Open-markttransactie	3-5, 63-83, 131-144
Optie	28, 132, 140
Pact voor Stabiliteit en Groei	19, 21, 141, 142, 144
Participatiegraad	4, 10, 16, 18, 19, 54, 131
Permanente faciliteit	3-5, 44, 63, 65-67, 69, 76-85, 132, 139, 141
Prijstabiliteit	3-22, 39-63, 85-145
Procedure bij buitensporige tekorten	21, 99, 101, 141-144
Raad van Bestuur van de ECB	7, 11, 28, 40, 42, 47, 49, 105, 116
Referentiewaarde voor de monetaire groei	139, 142
Rentetermijncontract	28, 142
Repo-overeenkomst	65, 72, 140, 143, 144
Reservebasis	4, 73, 74, 75, 143
Reserveratio	74, 75, 143
Reserveverplichting	3, 5, 44, 63, 67, 69, 73-79, 81-83, 86, 131, 143
Schuldquote	142, 143
Stabiliteitsprogramma	21, 141, 143, 144
Standaardtender	67, 70, 71, 73, 131, 139, 144
Swap	28, 29, 66, 72, 132, 144
TARGET	25, 28, 144, 147
Tegenpartij	5, 32, 63-68, 70-75, 77, 132, 139, 141, 143, 144
Tekortquote	142, 144
Transactie met wederinkoop	72, 131, 139, 143, 144
Transmissiemechanisme	3, 5, 39, 43, 45- 47, 49, 57, 58, 64, 144
Verantwoording	3, 7, 13, 40, 41, 59, 135, 141, 145
Verdrag	4-44, 59-64, 95-145
Voorlopende indicatoren	145
Wisselkoersstrategie	51, 133, 137, 145