



EUROPESE CENTRALE BANK

EUROSISTEEM



**PRIJSSTABILITEIT:  
WAAROM IS DAT  
BELANGRIJK VOOR JOU?**





# INHOUD



<b>Voorwoord</b>	<b>5</b>
<b>Prijsstabiliteit: waarom is dat belangrijk voor jou?</b>	<b>6</b>
<b>Samenvatting</b>	<b>6</b>

<b>I</b>	<b>Hoofdstuk 1 Inleiding</b>	<b>11</b>
----------	----------------------------------	-----------



<b>2</b>	<b>Hoofdstuk 2 Geld – een kort historisch overzicht</b>	<b>15</b>
	2.1 De functies van geld	16
	2.2 Geldvormen	18



<b>3</b>	<b>Hoofdstuk 3 Het belang van prijsstabiliteit</b>	<b>23</b>
	3.1 Wat is prijsstabiliteit?	24
	3.2 Het meten van inflatie	25
	3.3 De voordelen van prijsstabiliteit	29



## KADERS

3.1 Het meten van inflatie – een eenvoudig voorbeeld	26
3.2 De relatie tussen de verwachte inflatie en de rente – het zogeheten “Fischer-effect”	28
3.3 Hyperinflatie	31
3.4 De vraag naar contant geld	32



<b>4</b>	<b>Hoofdstuk 4</b>	
	<b>Factoren die de prijsontwikkeling bepalen</b>	<b>35</b>
	4.1 Wat monetair beleid kan en wat het niet kan – een overzicht	36
	4.2 Geld en de rente – hoe kan monetair beleid de rente beïnvloeden?	38
	4.3 Hoe beïnvloeden veranderingen in de rente de uitgavenbeslissingen van consumenten en bedrijven?	38
	4.4 Factoren die de prijsontwikkeling op de kortere termijn bepalen	44
	4.5 Factoren die de prijsontwikkeling op de langere termijn bepalen	46

#### KADERS

4.1	Waarom kan de centrale bank de (ex ante) reële rente beïnvloeden? De rol van “starre” prijzen	39
4.2	Hoe beïnvloeden veranderingen in de totale vraag de economische bedrijvigheid en de prijsontwikkeling	40
4.3	De kwantiteitstheorie van geld	47



<b>5</b>	<b>Hoofdstuk 5</b>	
	<b>Het monetaire beleid van de ECB</b>	<b>49</b>
	5.1 Een kort historisch overzicht	50
	5.2 Het institutionele kader	53
	5.3 De monetairebeleidsstrategie van de ECB	57
	5.4 Overzicht van het operationele kader van het Eurosysteem	71

#### KADERS

5.1	De weg naar de gemeenschappelijke munteenheid, de euro	51
5.2	De convergentiecriteria	54
5.3	De samenstelling en kenmerken van de HICP	60
5.4	Een veiligheidsmarge tegen deflatie	61
5.5	De middellangetermijnnoriëntatie van het monetaire beleid van de ECB	62
5.6	Reële economische en financiële indicatoren	64
5.7	Macro-economische projecties voor het eurogebied	66
5.8	Monetaire aggregaten	67
5.9	De door de ECB gehanteerde referentiewaarde voor de groei van de geldhoeveelheid	68

	<b>Lijst van termen</b>	<b>74</b>
	<b>Bibliografie</b>	<b>76</b>

# VERANTWOORDING

Dit boek heeft zeer veel baat gehad bij de vele opmerkingen en schrijfsuggesties van mijn collega's bij de ECB, die ik daarvoor dan ook zeer dankbaar ben. Ik zou hierbij tevens blij willen geven van mijn dankbaarheid jegens de leden van het Comité voor Externe Communicatie van het Europees Stelsel van Centrale Banken en de Raad van Deskundigen, mijn collega's bij de Afdeling Taaldiensten, Afdeling Officiële Publicaties en Bibliotheek, Afdeling Pers en Informatie van de ECB, en H. Ahnert, W. Bier, D. Blenck, J. Cuvry, G. Deschamps, L. Dragomir, S. Ejerskov, G. Fagan, A. Ferrando, L. Ferrara, S. Keuning, H. J. Klöckers, Prof. Dr. D. Lindenlaub, A. Lojschova, K. Masuch, W. Modery, P. Moutot, A. Page, H. Pill, C. Pronk, B. Roffia, C. Rogers, P. Sandars, D. Schackis, Prof. Dr. H. J. Schlösser, G. Vitale en C. Zilioli.

Dieter Gerdesmeier

Frankfurt am Main, januari 2011

# VOORWOORD



Jean-Claude Trichet

Meer dan 330 miljoen mensen in zeventien Europese landen gebruiken de euro als hun gemeenschappelijke munteenheid. De Raad van Bestuur van de Europese Centrale Bank (ECB) is verantwoordelijk voor het gemeenschappelijke monetaire beleid in deze landen, die samen bekend staan als het "eurogebied". Het Eurosysteem, dat bestaat uit de ECB en de nationale centrale banken van de landen van het eurogebied, heeft een duidelijk mandaat toegewezen gekregen door het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap: het hoofddoel is het handhaven van prijsstabiliteit in het eurogebied. Met andere woorden, de Raad van Bestuur van de ECB heeft het mandaat gekregen de koopkracht van de euro te behouden. Dit mandaat weerspiegelt een brede consensus in de samenleving dat monetair beleid, door prijsstabiliteit te handhaven, aanzienlijk bijdraagt aan duurzame groei en economische welvaart en helpt banen te creëren.

Het Eurosysteem is onafhankelijkheid gegeven voor de uitvoering van zijn mandaat. Daarnaast heeft de Raad van Bestuur zijn monetairebeleidsstrategie om prijsstabiliteit te verwezenlijken gekozen en bekendgemaakt, en gebruikt de Raad een efficiënt en goed-werkend operationeel kader om zijn gemeenschappelijke monetaire beleid uit te voeren. Kortom, het Eurosysteem beschikt over alle instrumenten en vaardigheden die nodig zijn om een succesvol monetair beleid te kunnen voeren.

Echter, net als iedere andere belangrijke en onafhankelijke instelling in een moderne maatschappij, dient het Eurosysteem dicht bij het algemene publiek te staan en door de burgers van Europa te worden begrepen. Het is daarom belangrijk dat zijn mandaat en beleid aan een breder publiek worden uitgelegd. Dit boek streeft ernaar een veelomvattend maar gemakkelijk toegankelijk overzicht te bieden van de redenen waarom prijsstabiliteit zo belangrijk is voor het behoud van welvaart en van hoe het monetaire beleid van de ECB erop is gericht haar mandaat te verwezenlijken.

A handwritten signature in blue ink, which appears to be 'J. Trichet', written over a set of horizontal lines.

Jean-Claude Trichet

President van de Europese Centrale Bank

# PRIJSSTABILITEIT: WAAROM IS DAT



## Samenvatting

Het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap verleent aan het Eurosysteem, dat bestaat uit de Europese Centrale Bank (ECB) en de nationale centrale banken van die landen die de euro als hun munteenheid hebben ingevoerd, het hoofdmandaat van het handhaven van prijsstabiliteit. Dit mandaat wordt op goede economische gronden beschouwd als de hoofddoelstelling van het Eurosysteem. Het weerspiegelt de lering die wij uit eerdere ervaringen hebben getrokken en wordt ondersteund door de economische theorie en empirisch onderzoek, die beide aangeven dat monetair beleid door prijsstabiliteit te handhaven een belangrijke bijdrage levert aan de algemene welvaart, met inbegrip van hoge niveaus van economische bedrijvigheid en werkgelegenheid.

Gezien het feit dat de voordelen van prijsstabiliteit zo algemeen worden onderkend, achten wij het van essentieel belang om uit te leggen, met name aan jonge mensen, hoe belangrijk prijsstabiliteit is, hoe prijsstabiliteit het beste kan worden verwezenlijkt,

en hoe handhaving van prijsstabiliteit de bredere economische doelen van de Europese Unie ondersteunt.

De voordelen van prijsstabiliteit, en ook de kosten waarmee inflatie of deflatie gepaard gaan, houden nauw verband met geld en de functies van geld. Hoofdstuk 2 behandelt daarom de functies en geschiedenis van geld. In dit hoofdstuk wordt uitgelegd dat in een wereld zonder geld, d.w.z. in een ruileconomie, de kosten die verbonden zijn aan het ruilen van goederen en diensten, zoals informatie-, zoek- en vervoerskosten, zeer hoog zijn. Dit hoofdstuk laat zien dat geld het ruilen van goederen efficiënter maakt en daardoor het welzijn van burgers verhoogt. Deze overwegingen worden gevolgd door een gedetailleerdere bespreking van de rol en de drie basisfuncties van geld. Geld dient als ruilmiddel, als waardeopslag en als rekeneenheid. De concrete vormen van in verschillende maatschappijen gebruikt geld zijn in de loop der tijden veranderd: goederengeld, metalliek geld, papiergeld en elektronisch geld zijn de voornaamste hiervan. De belangrijkste ontwikkelingen in termen van de geschiedenis van geld worden kort beschreven en toegelicht.

# BELANGRIJK VOOR JOU?

In Hoofdstuk 3 wordt dieper ingegaan op het belang van prijsstabiliteit. In dit hoofdstuk wordt uitgelegd dat inflatie en deflatie economische verschijnselen zijn die ernstige negatieve gevolgen kunnen hebben voor de economie. Het hoofdstuk begint met een definitie van deze begrippen. Inflatie wordt in principe gedefinieerd als een algemene stijging van de prijzen van goederen en diensten over een langere periode, met als resultaat een daling van de waarde van geld en daarmee van de koopkracht ervan. Van deflatie is sprake wanneer het algehele prijspeil over een langere periode daalt.

Na een korte paragraaf die enkele problemen illustreert die zich voordoen bij het meten van inflatie, vervolgt dit hoofdstuk met een beschrijving van de voordelen van prijsstabiliteit. Prijsstabiliteit ondersteunt een hogere levensstandaard door de onzekerheid omtrent de algemene prijsontwikkeling te verminderen, en daardoor de transparantie van het prijsmechanisme te verbeteren. Prijsstabiliteit maakt het voor consumenten en bedrijven gemakkelijker prijsveranderingen te herkennen die niet voor alle goederen opgaan (de zogenoemde “veranderingen in de relatieve prijzen”). Daarnaast draagt prijsstabiliteit bij aan de algemene welvaart door de inflatierisicopremies in de rente te verminderen, door activiteiten die erop gericht zijn zich tegen inflatie in te dekken onnodig te maken, en door de versturende effecten van belasting- en socialezekerheidsstelsels te verminderen. Prijsstabiliteit voorkomt, ten slotte, de willekeurige verdeling van vermogen en inkomen die bijvoorbeeld samengaat met de afkalving van de reële waarde van nominale vorderingen (besparingen in de vorm van bankdeposito’s, overheidsobligaties, nominale lonen) die voortvloeit uit inflatie. Grote afkalving van reëel vermogen en inkomen ten gevolge van hoge inflatie kan leiden tot sociale onrust en politieke instabiliteit.

Samenvattend kan men zeggen dat centrale banken door prijsstabiliteit te handhaven helpen bredere economische doelen te bereiken en daardoor bijdragen aan algemene politieke stabiliteit.

Hoofdstuk 4 houdt zich voornamelijk bezig met de factoren die de prijsontwikkeling bepalen. Na een kort overzicht van de rol en beperkingen van monetair beleid, wordt in dit hoofdstuk uitgelegd hoe een centrale bank de korte rente kan beïnvloeden. De centrale bank is de monopolistische (d.w.z. de enige) instantie die bankbiljetten en centralebankdeposito’s verschaft. Aangezien banken voor hun cliënten bankbiljetten nodig hebben en (middels deposito’s) bij de centrale bank aan reserveverplichtingen dienen te voldoen, vragen zij gewoonlijk een centrale bank om krediet. De centrale bank kan de rente op haar leningen aan de banken vaststellen, en dit beïnvloedt op zijn beurt de andere markttrentes.

De veranderingen in markttrentes beïnvloeden de uitgavenbeslissingen van huishoudens en bedrijven en aldus uiteindelijk de economische bedrijvigheid en inflatie. Een hogere rente, bijvoorbeeld, maakt het duurder om te investeren en resulteert daardoor over het algemeen in lagere investeringsuitgaven. Een hogere rente maakt over het algemeen ook sparen aantrekkelijker en leidt gewoonlijk tot een vermindering van de consumptievraag. Onder normale omstandigheden kan dus worden verwacht dat een stijging van de rente leidt tot een daling van de consumptie- en investeringsuitgaven, hetgeen – als alle andere omstandigheden hetzelfde blijven – uiteindelijk inflatoire druk zou moeten verlagen. Hoewel monetair beleid enige invloed kan uitoefenen op de reële bedrijvigheid, is dit effect slechts van voorbijgaande aard en niet permanent. Monetair beleid kan echter wel een blijvende invloed uitoefenen op de prijsontwikkeling en daardoor op de inflatie.





# PRIJSSTABILITEIT: WAAROM IS DAT



In de strategie van de ECB zijn de monetairebeleidsbeslissingen gebaseerd op een veelomvattende analyse van de risico's voor prijsstabiliteit.

In dit hoofdstuk worden vrij gedetailleerd de factoren besproken die het inflatoire proces op de korte termijn bepalen. Zoals wordt geïllustreerd aan de hand van een betrekkelijk eenvoudig model dat de begrippen “totaal aanbod” en “totale vraag” beschrijft, kan een aantal economische factoren leiden tot bewegingen in het prijspeil op de korte termijn, waaronder stijgingen van de consumptie en de investeringen, stijgende begrotingstekorten van de overheid en hogere netto uitvoer. Daarnaast kunnen hogere prijzen voor inputs (bijvoorbeeld energie) of loonstijgingen waar geen hogere productiviteit tegenover staat, leiden tot opwaartse druk op de inflatie.

Tegen deze achtergrond wordt bijzondere nadruk gelegd op het feit dat monetair beleid de kortetermijnprijsontwikkeling niet volledig kan beheersen. In dit hoofdstuk wordt echter eveneens uitgelegd dat vanuit een langeretermijnperspectief inflatie een monetair verschijnsel is. Het kan derhalve niet worden ontkend dat monetair beleid, door te reageren op risico's voor prijsstabiliteit, de

inflatie op de middellange- tot lange termijn kan beheersen.

Het laatste hoofdstuk bevat een korte beschrijving van het monetaire beleid van de ECB. Na een iets gedetailleerder overzicht van het proces dat heeft geleid tot de Economische en Monetaire Unie, wordt in de daaropvolgende paragrafen ingegaan op het institutionele kader van het gemeenschappelijke monetaire beleid, de monetairebeleidsstrategie van de ECB en de door het Eurosysteem gebruikte monetairebeleidsinstrumenten. Om de in het Verdrag voor het Eurosysteem vastgelegde doelstelling van handhaving van prijsstabiliteit te verduidelijken, heeft de Raad van Bestuur van de ECB in 1998 daar de volgende kwantitatieve definitie aan gegeven: “Prijsstabiliteit wordt gedefinieerd als een jaarlijkse stijging van de Geharmoniseerde Consumptieprijsindex (HICP) voor het eurogebied met minder dan 2%. Prijsstabiliteit moet worden gehandhaafd op de middellange termijn”. Bovendien heeft de Raad van Bestuur in mei 2003 duidelijk gemaakt dat er binnen deze definitie naar gestreefd wordt het inflatiecijfer te houden onder maar “dicht bij 2% op de middellange termijn”.

# BELANGRIJK VOOR JOU?

In de strategie van de ECB zijn de monetairebeleidsbeslissingen gebaseerd op een veelomvattende analyse van de risico's voor prijsstabiliteit. Een dergelijke analyse wordt uitgevoerd op grond van twee elkaar aanvullende perspectieven voor het bepalen van de prijsontwikkeling. Het eerste perspectief is gericht op het beoordelen van de korte- tot middellangetermijndeterminanten van de prijsontwikkeling, met bijzondere aandacht voor de reële economische bedrijvigheid en de financiële condities in de economie. Het houdt rekening met het feit dat gedurende dergelijke perioden de prijsontwikkeling sterk wordt beïnvloed door de wisselwerking tussen vraag en aanbod in de goederen-, diensten- en factormarkten (d.w.z. de arbeids- en kapitaalmarkten). De ECB spreekt in dit kader van de "economische analyse". Het tweede perspectief, de "monetaire analyse", is primair gericht op de langere termijn, en maakt gebruik van het langetermijnverband tussen de hoeveelheid geld in omloop en de prijzen. De monetaire analyse dient voornamelijk als een middel tot toetsing, vanuit een middellange- tot langetermijnperspectief, van de korte- tot middellangetermijnindicaties voor het monetaire beleid die voortkomen uit de economische analyse.

Op grond van deze beoordeling beslist de Raad van Bestuur van de ECB over het niveau van de korte rente om er voor te zorgen dat inflatoire en deflatoire druk wordt tegengegaan en dat prijsstabiliteit op de middellange termijn wordt gehandhaafd.



# INLEIDING



Wanneer Europese burgers in opiniepeilingen worden ondervraagd over algemene economische omstandigheden, zeggen zij meestal te willen leven in een klimaat zonder inflatie of deflatie. Het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap verleent aan het Eurosysteem het mandaat prijsstabiliteit te handhaven. Hier zijn goede economische argumenten voor. Het weerspiegelt de lering die we hebben getrokken uit de geschiedenis en wordt ondersteund door de economische theorie en empirisch onderzoek, die aan lijken te geven dat monetair beleid door prijsstabiliteit te handhaven zijn grootste bijdrage kan leveren aan algemene economische welvaart, met inbegrip van hoge niveaus van economische bedrijvigheid en werkgelegenheid.



# INLEIDING



Gegeven het feit dat de voordelen van prijsstabiliteit zo algemeen worden onderkend, is het van groot belang dat iedereen, en met name jonge mensen, inziet hoe belangrijk prijsstabiliteit is, hoe deze het beste kan worden bereikt, en hoe stabiele prijzen de bredere economische doelen van de Europese Unie ondersteunen.

Dit boek bestaat uit verschillende hoofdstukken: elk hoofdstuk bevat basisinformatie en kan, indien en wanneer nodig, los van de andere worden gebruikt. Hoofdstukken 4 en 5 zijn echter “moeilijker” dan de eerste drie hoofdstukken. Om Hoofdstuk 5 goed te kunnen begrijpen is het noodzakelijk Hoofdstuk 3 en in het bijzonder Hoofdstuk 4 nauwkeurig te hebben gelezen. In speciaal toegevoegde Kaders worden enkele specifieke onderwerpen gedetailleerder behandeld.

De voordelen van prijsstabiliteit, of de kosten waarmee inflatie of deflatie gepaard gaan, houden nauw verband met geld en de functies van geld. Hoofdstuk 2 behandelt daarom de functies en geschiedenis van geld, en laat tevens zien dat in een wereld zonder geld, d.w.z. in een ruileconomie, de transactiekosten die zijn verbonden aan het ruilen van goederen en diensten, zeer hoog zijn. Dit hoofdstuk laat tevens zien dat geld helpt een efficiëntere uitruil van goederen te bewerkstelligen en daardoor de welvaart van consumenten vergroot. Deze overwegingen worden gevolgd door een gedetailleerdere bespreking van de rol en basisfuncties van geld in Paragraaf 2.1. De vormen van in de maatschappij gebruikt geld zijn in de loop der tijden aanzienlijk veranderd. De belangrijkste historische ontwikkelingen worden in het kort besproken en toegelicht in Paragraaf 2.2.

Hoofdstuk 3 legt uit waarom prijsstabiliteit belangrijk is. Eerst worden de begrippen inflatie en deflatie gedefinieerd (Paragraaf 3.1). Na een korte paragraaf die enkele metingsvraagstukken belicht (Paragraaf 3.2), beschrijft de volgende paragraaf gedetailleerd de voordelen van prijsstabiliteit en, omgekeerd, de negatieve gevolgen van inflatie of deflatie (Paragraaf 3.3).

Hoofdstuk 4 houdt zich voornamelijk bezig met de factoren die de prijsontwikkeling bepalen. Na een kort overzicht (Paragraaf 4.1), bespreekt dit hoofdstuk de invloed van monetair beleid op de rente (Paragraaf 4.2) en de effecten van renteveranderingen op de uitgavenbeslissingen van huishoudens en bedrijven (Paragraaf 4.3). In de volgende paragraaf passeren de factoren die het inflatoire proces op de kortere termijn bepalen de revue (Paragraaf 4.4). De nadruk ligt hierbij vooral op het feit dat monetair beleid alléén de prijsontwikkeling op de korte termijn niet kan beheersen, aangezien op die termijn een aantal andere economische factoren eveneens van invloed kunnen zijn op de inflatie. Wel wordt onderkend dat op de langere termijn monetair beleid de inflatie wel degelijk beheerst (Paragraaf 4.5).

Het laatste hoofdstuk bevat een korte beschrijving van het monetaire beleid van de ECB. Na een wat diepgaander bespreking van het proces dat geleid heeft tot de Economische en Monetaire Unie (Paragraaf 5.1), behandelen de daaropvolgende paragrafen het institutionele kader van het gemeenschappelijke monetaire beleid (Paragraaf 5.2), de monetairebeleidsstrategie van de ECB (Paragraaf 5.3) en het operationele kader van het Eurosysteem (Paragraaf 5.4).

**Voor gedetailleerdere informatie wordt verwezen naar de Lijst van termen en de Bibliografie achterin het boek.**



Dit boek bestaat uit verschillende hoofdstukken; elk hoofdstuk bevat basisinformatie en kan, indien en wanneer nodig, los van de andere worden gebruikt.



# GELD — EEN KORT HISTORISCH OVERZICHT

# 2.

Geld is uit het moderne leven niet weg te denken. Dit hoofdstuk tracht een antwoord te geven op vragen als: **Wat is geld?**, **Waarom hebben we geld nodig?**, **Waarom wordt geld geaccepteerd?** en **Hoe lang bestaat geld al?**

**2.1** beschrijft de functies van geld.

**2.2** verschaft een overzicht van de verschillende goederen die in het verleden als geld hebben gediend.







# GELD — EEN KORT



2.1 De functies van geld

2.2 Geldvormen

## 2.1 DE FUNCTIES VAN GELD

### De functies van geld

Wat is geld? Als we vandaag de dag geld zouden moeten definiëren, denken we allereerst aan bankbiljetten en munten. Deze activa worden beschouwd als geld omdat zij liquide zijn, hetgeen wil zeggen dat zij algemeen worden aanvaard en beschikbaar zijn om wanneer dan ook voor betalingsdoeleinden te worden gebruikt. Hoewel het natuurlijk overduidelijk is dat bankbiljetten en munten voor dit doeleinde worden gebruikt, bestaat tegenwoordig een aantal andere vormen van activa die zeer liquide zijn en die gemakkelijk kunnen worden omgewisseld in contant geld of gemakkelijk kunnen worden gebruikt om tegen zeer geringe kosten een betaling te verrichten. Zo zijn er, bijvoorbeeld, girale deposito's en enkele andere vormen van bij banken aangehouden deposito's.<sup>1</sup> Dientengevolge vallen deze instrumenten onder die definities van geld die vaak "ruim geld" genoemd worden.

De verschillende vormen van geld zijn in de loop der tijden aanzienlijk veranderd. Papiergeld en bankdeposito's hebben niet altijd bestaan. Het is daarom zinvol geld in algemenere termen te definiëren. Geld kan worden gezien als een zeer bijzonder goed dat enkele basisfuncties vervult. Met name dient het als ruilmiddel, als waardeopslag en

als rekenenheid. Daarom wordt vaak gezegd dat geld is wat geld doet.

Om deze functies beter te kunnen illustreren, hoeft men zich alleen maar voor te stellen hoe mensen hun transacties moesten verrichten vóórdat geld bestond. Zonder geld moest men goederen of diensten direct uitwisselen voor andere goederen of diensten door middel van ruilhandel. Hoewel een dergelijke "ruileconomie" enige verdeling van arbeid toestaat, zijn er praktische beperkingen en brengt een uitruil van goederen aanzienlijke zogenoemde "transactiekosten" met zich mee.

Het meest voor de hand liggende probleem bij een ruileconomie is dat mensen een andere partij moeten zien te vinden die precies hetzelfde goed of precies dezelfde dienst wil die zij aanbieden en die te bieden heeft wat zij in ruil daarvoor terug willen hebben. Met andere woorden: een geslaagde ruiltransactie vereist een wederzijds overeenkomen van behoeften. Een bakker, bijvoorbeeld, die in ruil voor een paar broden zijn haar geknipt wil hebben, zou een kapper moeten vinden die bereid is hem die knipbeurt te geven in ruil voor een paar broden. Als

---

<sup>1</sup> Girale deposito's zijn gelden die direct opvraagbaar zijn voor transactiedoeleinden. Hierbij dient te worden opgemerkt dat elektronisch geld op "prepaid"-kaarten ook tot girale deposito's gerekend worden.

# HISTORISCH OVERZICHT



de kapper echter in plaats van de broden een paar schoenen nodig heeft, zou hij moeten wachten tot een eigenaar van een schoenwinkel een knipbeurt nodig had. Een dergelijke ruileconomie zou op die manier aanzienlijke kosten met zich meebrengen, aangezien steeds naar de toepasselijke andere partij moet worden gezocht, met wachttijden en verhoogde voorraad als gevolg.

## **Geld als ruilmiddel**

Om alle ongemakken waarmee een ruileconomie gepaard gaat te vermijden, kan een van de goederen gebruikt worden als een ruilmiddel. Deze nogal grove vorm van als ruilmiddel gebruikt geld wordt ook wel “goederengeld” genoemd. Het ruilen van een goed tegen geld en dan het ruilen van geld tegen een ander goed lijkt op het eerste gezicht transacties alleen maar lastiger te maken. Maar als men er wat langer over nadenkt wordt duidelijk dat het gebruik van een goed als ruilmiddel het hele proces aanzienlijk vergemakkelijkt, omdat het wederzijdse overeenkomen van behoeften niet langer vereist is voor de uitruil van goederen en diensten. Het zal duidelijk zijn dat een essentiële voorwaarde voor het feit dat dat ene goed de functie van geld kan vervullen is dat dat goed in de hele economie wordt aanvaard als ruilmiddel, hetzij uit traditie, op grond van een informele afspraak of bij de wet.

Tegelijkertijd zal echter duidelijk zijn dat goederen die dienen als ruilmiddel enige specifieke eigenschappen dienen te hebben. Met name goederen die dienen als goederengeld moeten gemakkelijk te dragen zijn, duurzaam en deelbaar zijn, en hun kwaliteit moet gemakkelijk te controleren zijn. En vanuit een meer economisch perspectief bezien, zou geld natuurlijk een schaars goed moeten zijn, aangezien alleen schaarse goederen een positieve waarde hebben.

## **Geld als waardeopslag**

Als het goed dat wordt gebruikt als geld in de loop der tijd zijn waarde behoudt, kan het voor langere perioden worden aangehouden. Dit is met name nuttig omdat daardoor de verkoopactie niet hoeft samen te vallen met de aankoopactie. In dit geval vervult geld de belangrijke functie van waardeopslag.

Het is om deze redenen dat goederen die ook dienen als opslag van waarde te prefereren zijn boven goederen die uitsluitend dienen als ruilmiddel. Goederen zoals bloemen of tomaten, bijvoorbeeld, zouden in principe kunnen dienen als ruilmiddel. Zij zouden echter niet kunnen dienen als waardeopslag en zouden daarom waarschijnlijk niet worden gebruikt als geld. Dus als deze functie van geld niet goed werkt (bijvoorbeeld als het goed dat dient als geld in de loop der tijd zijn waarde verliest), zullen de mensen gebruik maken van de waardeopslagfunctie van andere goederen of activa of zelfs – in extreme gevallen – terugvallen op ruilhandel.

## **Geld als rekeneenheid**

Even belangrijk is de functie van geld als rekeneenheid. Dit kan worden geïllustreerd aan de hand van ons voorafgaande voorbeeld. Zelfs als de moeilijkheid van het wederzijdse overeenkomen van behoeften wordt overwonnen, zou men nog steeds de precieze ruilverhouding moeten vinden tussen, bijvoorbeeld, brood en een knipbeurt of tussen een knipbeurt en schoenen. Deze “ruilverhouding”, namelijk bijvoorbeeld het aantal broden dat één knipbeurt waard is, wordt de “relatieve prijs” of de “ruilvoet” genoemd. Eerst zou voor elk paar goederen of diensten de relatieve prijs moeten worden bepaald en zou natuurlijk iedereen die betrokken was bij de ruil van goederen moeten beschikken over alle informatie over de ruilvoet tussen alle goederen. Het is gemakkelijk te laten zien dat er voor twee goederen

# GELD – EEN KORT

## 2.2 GELDVORMEN

slechts één relatieve prijs is, en voor drie goederen drie relatieve prijzen (namelijk brood tegenover een knipbeurt, een knipbeurt tegenover schoenen en brood tegenover schoenen). Bij tien goederen bestaan er echter al 45 relatieve prijzen, en bij 100 goederen komt het aantal relatieve prijzen op 4950<sup>2</sup>. Hoe groter het aantal goederen dat wordt geruild, des te moeilijker wordt het daardoor om informatie te verkrijgen over alle mogelijke “ruilvoeten”. Als gevolg daarvan brengt het verzamelen en onthouden van informatie over de ruilvoet hoge kosten met zich mee voor de deelnemers aan een ruileconomie, en deze kosten stijgen onevenredig met het aantal geruilde goederen. Deze middelen kunnen efficiënter worden gebruikt als een van de bestaande goederen wordt gebruikt als rekeneenheid (een zogeheten “numéraire”). In dat geval kan de waarde van alle goederen worden uitgedrukt in termen van deze “numéraire”, en het aantal prijzen dat de consument zou moeten kennen en onthouden zou dan aanzienlijk verminderen.<sup>3</sup> Kortom, als alle prijzen zouden worden weergegeven in termen van geld, dan zou dit transacties veel gemakkelijker maken. Meer in het algemeen gesproken zouden niet alleen de prijzen van goederen in termen van geld kunnen worden uitgedrukt, maar ook de prijzen van welke activa dan ook.

Alle economische partijen in een muntgebied zouden dan zaken als kosten, prijzen, lonen, inkomsten, etc. berekenen in dezelfde geldeenheden. Zoals het geval was bij de eerdergenoemde functies van geld: hoe minder stabiel en betrouwbaar de waarde van geld is, des te moeilijker is het voor geld om deze belangrijke functie te vervullen. Een breed geaccepteerde betrouwbare rekeneenheid vormt op die manier een stevige basis voor de berekening van prijzen en kosten, en vergroot zo de transparantie en betrouwbaarheid.

In de loop der tijden is de aard van de goederen die dienden als geld veranderd. Men is het er over het algemeen wel over eens dat wat soms de primaire functie van deze goederen werd vaak niet dezelfde was als waarvoor ze oorspronkelijk waren bedoeld. Het lijkt erop dat goederen werden gekozen als geld omdat deze gemakkelijk konden worden opgeslagen, een hoge waarde bezaten maar een gering gewicht, en makkelijk te dragen waren en duurzaam. Deze gewilde goederen waren gemakkelijk te ruilen en werden daardoor geaccepteerd als geld. De ontwikkeling van geld hangt dus af van een aantal factoren, waaronder het relatieve belang van de handel en de staat van ontwikkeling van de economie.

### Goederengeld

Vele verschillende voorwerpen hebben gediend als goederengeld, zoals de “wampum” (van schelpen gemaakte kralensnoeren) van de Amerikaanse Indianen, de “cowries” (felgekleurde schelpen) in India, walvistanen in Fiji, tabak in de vroege koloniën in Noord-Amerika, grote stenen schijven op het eiland Yap in de Stille Oceaan en sigaretten en drank in het Duitsland van direct na de Tweede Wereldoorlog.

### Metalliek geld

De introductie van metalliek geld was een manier voor vroege samenlevingen om de problemen die zich voordeden bij het gebruik van bederfelijke goederen als geld te overwinnen. Het is niet bekend wanneer en waar precies metalliek geld voor de

Geld dient als ruilmiddel, waardeopslag en rekeneenheid.

2 In algemenere termen: voor  $n$  goederen, zijn er  $\frac{n \times (n-1)}{2}$  relatieve prijzen.

3 Namelijk tot  $n - 1$  absolute prijzen.

# HISTORISCH OVERZICHT



Vele verschillende voorwerpen hebben gediend als goederengeld: bijvoorbeeld felgekleurde schelpen.

eerste keer is gebruikt. Wel is bekend dat metalliek geld rond 2000 voor Chr. in Azië in gebruik was, hoewel in die dagen het gewicht ervan niet gestandaardiseerd lijkt te zijn geweest noch de waarde ervan gecertificeerd door de plaatselijke heersers. Stukken of staafjes goud en zilver werd gebruikt als goederengeld aangezien deze gemakkelijk te vervoeren waren, niet bederfelijk waren en min of meer gemakkelijk deelbaar waren. Bovendien was het mogelijk ze om te smelten om juwelen van te maken.

## Metallieke munten

De Europeanen behoren tot de eersten die gestandaardiseerde en gecertificeerde metallieke munten ontwikkelden. Rond 700 voor Chr. introduceerden de Grieken zilveren munten; Aegina (595 voor Chr.), Athene (575 voor Chr.) en Korinthe (570 voor Chr.) waren de eerste Griekse stadstaten die hun eigen munten sloegen. Het zilveragehalte van de Atheense drachma, beroemd om zijn afbeelding van de legendarische uil, is gedurende een periode van bijna 400 jaar stabiel gebleven. Griekse munten werden daarom in een groot gebied gebruikt (het gebruik ervan werd verder verbreed door Alexander de Grote) en zijn door archeologen aangetroffen in een geografisch gebied dat zich uitstrekt van Spanje tot het huidige India. De Romeinen, die daarvoor onhandige bronzen staven (zogenoeten aes signatum) als geld hadden gebruikt, namen de Griekse innovatie van het gebruik van officiële munten over en waren de eersten die een op twee metaalsoorten gebaseerd stelsel introduceerden, waarin gebruik werd gemaakt van de zilveren denarius en de gouden aureus.

Onder Keizer Nero in de eerste eeuw na Chr., begon het edelmetaalgehalte van de munten te verminderen naarmate de keizerlijke Munten steeds vaker het goud en zilver vervingen door legeringen om

zodoende het gigantische tekort van het keizerrijk te financieren. Naarmate de intrinsieke waarde van de munten daalde, begonnen de prijzen van goederen en diensten te stijgen. Dit werd gevolgd door een algemene stijging van de prijzen die wellicht heeft bijgedragen aan de val van het West-Romeinse Rijk. De stabielere Oost-Romeinse solidus, die door Constantinus de Grote in de vierde eeuw na Chr. werd geïntroduceerd, werd op zijn oorspronkelijke gewicht en edelmetaalgehalte gehandhaafd tot het midden van de elfde eeuw, en verkreeg zo een reputatie die hem gedurende meer dan vijf eeuwen de belangrijkste munt maakte in de internationale handel. Byzantijnse Griekse munten werden gebruikt als internationaal geld en zijn door archeologen aangetroffen in plaatsen zo ver weg als Altai in Mongolië. In het midden van de elfde eeuw stortte de Byzantijnse monetaire economie echter ineen en werd deze vervangen door een nieuw systeem dat de gehele twaalfde eeuw in stand bleef, totdat de verovering van Constantinopel door de Kruisvaarders in 1204 uiteindelijk de geschiedenis van de Grieks-Romeinse munten beëindigde.

De Grieken en Romeinen hadden het gebruik van munten en de technische kennis van hoe die te slaan over een gigantisch groot geografisch gebied verspreid. Gedurende het grootste deel van de Middeleeuwen vormden lokaal geslagen gouden en zilveren munten het belangrijkste betaalmiddel, hoewel ook koperen munten steeds vaker werden gebruikt. In 793 na Chr. hervormde en standaardiseerde Karel de Grote het Frankische muntstelsel, en introduceerde een monetaire standaard volgens welke één Frankische zilveren pond (408 gram) gelijk stond aan 20 schellingen of 240 penningen – deze standaard bleef tot 1971 geldig in het Verenigd Koninkrijk en Ierland.

# GELD — EEN KORT

Na de val van Constantinopel, introduceerden de Italiaanse handelsstadstaten Genua en Florence in 1252 gouden munten met de genoin van Genua en de fiorina (of florin) van Florence. In de vijftiende eeuw werd hun plaats ingenomen door de ducato van Venetië.

## Papiergeld

De Chinezen zijn begonnen papiergeld te gebruiken rond 800 na Chr. onder Keizer Hien Tsung, en bleven dit enkele honderden jaren daarna doen. Dit papiergeld had geen goederenwaarde en was uitsluitend geld bij proclamatie van de Keizer of zogenoemd “fiatgeld”, d.w.z. geld zonder intrinsieke waarde. Papiergeld was zeer wijdverbreid in China rond 1000 na Chr., maar werd rond 1500 afgeschaft toen de Chinese maatschappij ten gevolge van de Mongoolse Invasie in verval raakte.

## Obligaties

Het was echter moeilijk over grote afstanden handel te voeren zolang waarde uitsluitend kon worden opgeslagen in de vorm van goederen en munten. De Italiaanse stadstaten waren de eersten die daarom schuldbewijzen introduceerden (“obligaties” of “wissels”) als betaalmiddel.

Om het risico van beroving tijdens hun reizen te verminderen, namen kooplieden deze obligaties met zich mee. Zowel schuldenaar en geldschietter werd in deze schuldbewijzen genoemd, een betalingsdatum werd afgesproken, en de hoeveelheid goud en zilver vermeld. Al snel begonnen handelsbankiers deze obligaties te verhandelen. Het eerste bewijs van een dergelijk contract stamt uit 1156.

Obligaties bleven vooral door Italiaanse kooplieden gebruikt worden, en het op twee metalen gebaseerde stelsel bleef de boventoon voeren tot de Dertigjarige

Oorlog. Ten gevolge van de economische beroering die door deze oorlog werd veroorzaakt, begonnen heersers zoals de Zweedse koningen de voorkeur te geven aan papiergeld. Dit werd vervolgens geïntroduceerd in 1694 door de Bank of England en in 1716 door de Banque générale in Frankrijk. De komst van papieren fiatgeld in Europa betekende het begin van een nieuwe fase in de ontwikkeling van geld. De verantwoordelijkheid voor het opzetten en reguleren van het systeem van fiatgeld in een land bleef berusten bij de overheid, maar andere publieke of particuliere instellingen (zoals centrale banken) en het financiële stelsel speelden een toenemend cruciale rol in het succes van de nationale munteenheid.

## Goudstandaard

Sinds de invoering van fiatgeld ongeveer twee eeuwen geleden heeft het monetaire stelsel grote veranderingen ondergaan. Papiergeld was – en is nog steeds – uitsluitend wettig betaalmiddel krachtens wetgeving van de bevoegde autoriteit. Het werd uitgegeven in vaste eenheden van de nationale munteenheid en had een duidelijk gedefinieerde nominale waarde. De nationale staten hielden lange tijd goudreserves aan bij hun centrale banken om de geloofwaardigheid van hun munteenheid te waarborgen: dit systeem stond bekend als de Goudstandaard. Valuta's in de vorm van munten en fiduciair papiergeld konden tegen een vaste pariteit worden omgezet in goud. Groot-Brittannië was in feite het eerste land dat een goudstandaard opzette, in 1816, nadat de wisselkoers van het pond tegenover goud in 1717 door Sir Isaac Newton zelf was vastgesteld op 3,811 pond sterling per ounce.

Bij het begin van de Eerste Wereldoorlog begonnen veel landen meer en meer geld te drukken om de kosten van de oorlog te financieren. In Duitsland steeg bijvoorbeeld het aantal bankbiljetten dat



De Chinezen zijn begonnen papiergeld te gebruiken rond 800 na Chr. en bleven dit enkele honderden jaren lang doen.

# HISTORISCH OVERZICHT



door de Reichsbank werd uitgegeven van 2.593 miljoen in 1913 tot een totaal van 92.844.720,7 miljard bankbiljetten in omloop op 18 november 1923. Dit leidde uiteindelijk tot hyperinflatie<sup>4</sup>. Met meer geld in omloop, schorpten de meeste landen de inwisselbaarheid van hun munteenheid voor goud op aangezien de nationale goudreserves niet langer opwogen tegen de gestegen hoeveelheid geld.

## Goudwisselstandaard

De Britse goudstandaard bezweek ten slotte in 1931, maar het systeem werd nieuw leven ingeblazen tijdens de internationale conferentie die in 1944 werd gehouden in Bretton Woods in het Amerikaanse New Hampshire. Hier werd een herziene goudstandaard overeengekomen: de wisselkoersen van de nationale munteenheden van de belangrijkste economische machten werden aan de dollar gekoppeld en de dollar kon worden ingewisseld voor goud tegen een vaste prijs van USD 35 per ounce. Het monetaire stelsel van Bretton Woods wordt daarom soms wel de “goudwisselstandaard” genoemd. De centrale banken verschaften dollars in ruil voor hun nationale munteenheid en omgekeerd.

Het monetaire stelsel van Bretton Woods stortte in 1971 ineen en sinds die tijd zijn de valuta's van de belangrijkste economieën zuiver fiatgeld gebleven. Daarnaast hebben de meeste landen de wisselkoersen van hun valuta's zwevend gelaten.

De ontwikkeling van geld is niet gestopt. Heden ten dage zijn verschillende vormen van immaterieel geld opgekomen, waaronder het zogeheten “elektronische

geld” (“e-geld”) of elektronische betalingsmiddelen, die zich voor het eerst in de jaren negentig van de vorige eeuw voordeden. Dit soort geld kan worden gebruikt voor de betaling van goederen en diensten op het internet of voor het gebruik van andere elektronische media. Na van de koper de machtiging voor de betaling ontvangen te hebben, neemt de verkoper contact op met de uitgevende bank en krijgt hij de gelden overgemaakt. Er bestaan thans verschillende, op kaarten gebaseerde elektronischgeldsystemen in Europa, die over het algemeen worden beheerd door financiële instellingen.

De nationale staten hielden goudreserves aan bij de centrale banken om de geloofwaardigheid van hun munteenheid te waarborgen.



Tegenwoordig bestaan er verschillende vormen van immaterieel geld, zoals het zogeheten “elektronische geld”.

<sup>4</sup> Zie Davies (1994, p. 573) voor een gedetailleerder overzicht.



# HET BELANG VAN PRIJSSTABILITEIT

# 3



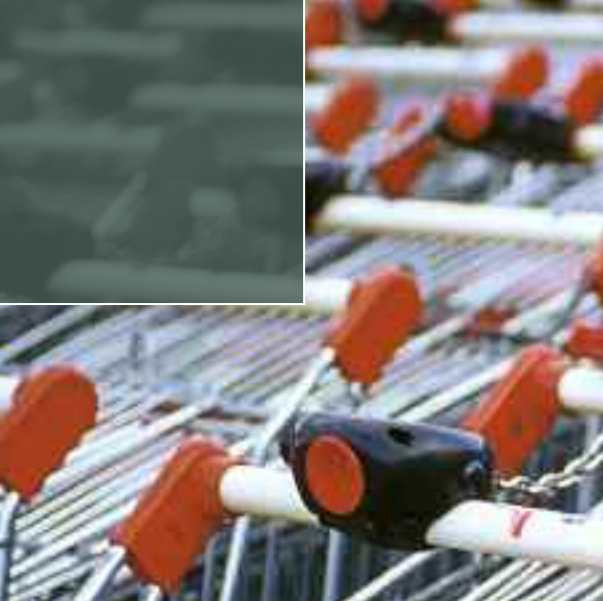
Dit hoofdstuk biedt gedetailleerde informatie om te helpen vragen te beantwoorden zoals: **Wat is prijsstabiliteit?**, **Wat zijn inflatie en deflatie?**, **Hoe wordt inflatie gemeten?**, **Wat is het verschil tussen nominale rente en reëel rendement?** en **Wat zijn de voordelen van prijsstabiliteit?**, of, anders gezegd, **Waarom is het belangrijk dat centrale banken prijsstabiliteit waarborgen?**

**3.1** verklaart enkele economische basistermen, zoals inflatie, deflatie en prijsstabiliteit.

**3.2** behandelt de problemen die zich voordoen bij het meten van inflatie.

**3.3** geeft een overzicht van de voordelen van prijsstabiliteit.





# HET BELANG VAN

- 1
- 2
- 3
- 4
- 5

- 3.1 Wat is prijsstabiliteit?
- 3.2 Het meten van inflantie
- 3.3 De voordelen van prijsstabiliteit

## 3.1 WAT IS PRIJSSTABILITEIT?

### Inflatie en deflatie

Inflatie en deflatie zijn belangrijke economische verschijnselen die negatieve gevolgen hebben voor de economie. Inflatie kan worden gedefinieerd als een algemene of breed gefundeerde stijging van de prijzen van goederen en diensten over een langere periode die dientengevolge leidt tot een daling van de waarde van geld en derhalve de koopkracht ervan.

Deflatie wordt vaak gedefinieerd als het tegenovergestelde van inflatie, namelijk als een situatie waarin het algehele prijspeil over een langere periode daalt.

Als er geen inflatie of deflatie is, kunnen we zeggen dat er prijsstabiliteit is wanneer, gemiddeld, de prijzen noch stijgen noch dalen maar gedurende een zekere periode stabiel blijven. Als men bijvoorbeeld voor EUR100 hetzelfde mandje goederen kan kopen als, zeg, een of twee jaar geleden, dan kan dit een periode van absolute prijsstabiliteit worden genoemd.

### Bewegingen in individuele prijzen en in het algemene prijspeil

Het is belangrijk hierbij onderscheid te maken tussen bewegingen in prijzen van een individueel goed of een individuele dienst en bewegingen in het algemene prijspeil. Frequente veranderingen in individuele prijzen zijn heel normaal in een markteconomie, zelfs als er over het geheel prijsstabiliteit heerst. Veranderingen in het aanbod van en/of de vraag naar individuele goederen of diensten leiden onvermijdelijk tot veranderingen in hun prijs. Zo hebben we bijvoorbeeld de afgelopen jaren aanzienlijke dalingen gezien in de prijzen van computers en mobiele telefoons, voornamelijk dankzij de snelle technologische vooruitgang. Vanaf het begin van 1999 tot medio 2006 zijn echter de prijzen van olie en andere energie gestegen, deels als gevolg van bezorgdheid omtrent het toekomstige aanbod van energie en deels als gevolg van de gestegen vraag naar energie, met name uit snelgroeiende economieën. Over het geheel genomen is de inflatie in de meeste geïndustrialiseerde landen laag en stabiel gebleven – stabiliteit van het algemene prijspeil kan samengaan met aanzienlijke veranderingen in individuele prijzen zolang de dalende en stijgende prijzen elkaar in evenwicht houden, zodat het algehele prijspeil onveranderd blijft.

# PRIJSSTABILITEIT

## 3.2 HET METEN VAN INFLATIE

### Metingen

Hoe kan inflatie worden gemeten? Er zijn miljoenen individuele prijzen in een economie. Deze prijzen zijn onderhevig aan voortdurende bewegingen die in feite een weerspiegeling vormen van veranderingen in het aanbod van en de vraag naar individuele goederen en diensten en op die manier een indicatie geven van de “relatieve schaarsheid” van de desbetreffende goederen en diensten. Het zal duidelijk zijn dat het mogelijk noch wenselijk is om rekening te houden met al deze prijzen, maar het is tegelijkertijd ook niet juist om naar slechts een paar prijzen te kijken, aangezien deze niet representatief hoeven te zijn voor het algemene prijspeil.

### Consumptieprijsindex

De meeste landen hanteren een eenvoudige, op gezond verstand gebaseerde benadering tot het meten van inflatie en maken gebruik van de zogenoemde “Consumptieprijsindex” (CPI)<sup>5</sup>. Voor dit doeleinde wordt het koopgedrag van consumenten geanalyseerd om te bepalen welke goederen en diensten consumenten gewoonlijk kopen en die daarom op enigerlei wijze als representatief kunnen worden beschouwd voor de gemiddelde consument in een economie. Vandaar dat zij niet alleen die zaken die consumenten vrijwel dagelijks aanschaffen omvatten (bijvoorbeeld brood en fruit), maar ook aankopen van duurzame goederen (bijvoorbeeld auto's, PC's, wasmachines, etc.) en frequente transacties (bijvoorbeeld huur). Het samenstellen van dit “boodschappenlijstje” van “artikelen” en deze vervolgens wegen naar hun belangrijkheid binnen het budget van de consumenten heeft geleid tot de creatie van wat bekend staat als het “marktmandje”<sup>6</sup>. Elke maand controleert een groot aantal

“prijnsinspecteurs” de prijzen van deze artikelen in verschillende winkels. Daarna worden de kosten van dit mandje over een bepaalde periode vergeleken en wordt zo een reeks bepaald voor de prijsindex. Het inflatiecijfer op jaarbasis kan dan worden berekend door de verandering in de kosten van het marktmandje van vandaag uit te drukken als een percentage van de kosten van het identieke mandje in het voorafgaande jaar.

De ontwikkelingen in het prijspeil zoals die in zo'n mandje tot uitdrukking komen weerspiegelen echter alleen de situatie van een “gemiddelde” of representatieve consument. Wanneer het koopgedrag van een individu aanzienlijk verschilt van het gemiddelde consumptiepatroon en dus van het marktmandje waarop de index is gebaseerd, kan deze persoon een verandering in de kosten van levensonderhoud ervaren die verschilt van die welke de index laat zien. Er zullen daarom altijd mensen blijven die een hogere “inflatie” ervaren op hun “individuele mandje” en enkelen die een lagere “individuele inflatie” bemerken. Met andere woorden, de inflatie zoals die wordt gemeten door de index is slechts een benadering van de gemiddelde situatie in de economie; deze inflatie is niet identiek aan de algehele prijsveranderingen die elke individuele consument meemaakt.

<sup>5</sup> De Consumptieprijsindex, die de veranderingen in de prijzen van consumptiegoederen en diensten meet, is niet de enige prijsindex in een economie. Een andere index die van even groot economisch belang is, is de Producentenprijsindex. Deze index meet de veranderingen die binnenlandse producenten van goederen en diensten in de loop der tijd aanbrengen in hun verkoopprijzen.

<sup>6</sup> Om precies te zijn, deze goederen worden gewogen volgens de aandelen van particuliere huishoudens in de finale monetaire uitgaven. In de praktijk worden de gewichten in het mandje periodiek herzien om veranderingen in consumentengedrag te weerspiegelen.



## KADER 3.1: HET METEN VAN INFLATIE – EEN EENVOUDIG VOORBEELD

We kunnen de hierboven beschreven overwegingen illustreren met behulp van een eenvoudig numeriek voorbeeld. Stel dat een representatief marktmandje van de jaarlijkse uitgaven van tieners bestaat uit 100 broodjes, 50 soft drinks, tien energy drinks en één mountain bike.

	Hoeveelheid	Prijs (Jaar 1)	Prijs (Jaar 2)	Prijs (Jaar 3)
Broodjes	100	EUR 1,00	EUR 1,20	EUR 0,90
Soft drinks	50	EUR 0,50	EUR 0,40	EUR 0,70
Energy drinks	10	EUR 1,50	EUR 1,70	EUR 1,20
Mountain bike	1	EUR 160,00	EUR 173,00	EUR 223,00
Kosten van hetmarktmandje		EUR 300,00	EUR 330,00	EUR 360,00
Prijsindex		100,00	110,00	120,00

De totale kosten van het mandje kunnen dan worden berekend door de hoeveelheden met de desbetreffende prijzen te vermenigvuldigen en dan alles op te tellen.

Het is gemakkelijk te zien dat tussen het eerste en het tweede jaar de kosten van dit mandje goederen is gestegen van EUR 300 tot EUR 330, oftewel met 10%. Van het eerste naar het derde jaar zijn de kosten gestegen van EUR 300 tot EUR 360, oftewel met 20%.

Een andere manier om dit tot uitdrukking te brengen is door middel van een prijsindex. Om deze prijsindex te kunnen berekenen, worden de kosten van het marktmandje gedurende een periode gedeeld door de kosten van het marktmandje in de basisperiode, en de uitkomst wordt vermenigvuldigd met 100. In de hierbovenstaande tabel is Jaar 1 de basisperiode. De prijsindex voor Jaar 3 is dus:

$$\text{Prijsindex} = (P_3/P_1) \times 100 = (360/300) \times 100 = 120$$

De prijsindex tracht een algemeen beeld te geven van wat met een groot aantal prijzen gebeurt. Zoals het voorbeeld laat zien, kan de prijsindex stijgen ondanks het feit dat in werkelijkheid sommige prijzen dalen.

### Problemen bij het meten

Om verschillende redenen is het moeilijk om de algehele verandering in de prijzen uit te drukken in één cijfer. Ten eerste wordt een bestaand mandje gewoonlijk in de loop der tijd steeds minder representatief aangezien consumenten steeds vaker duurdere goederen vervangen door goedkopere. Hogere benzineprijzen bijvoorbeeld zouden sommige mensen er wellicht toe kunnen brengen minder auto te gaan rijden en in plaats daarvan een grotere hoeveelheid andere goederen te kopen. De verandering in de index zou dus, als de gewichten niet worden aangepast, de “werkelijke” prijsstijgingen

enigszins kunnen overschatten. Ten tweede zijn veranderingen in de kwaliteit soms moeilijk in de prijsindex te verwerken. Als de kwaliteit van een product in de loop der tijd verbetert en de prijs eveneens stijgt, is een deel van de prijsverandering het gevolg van de verbeterde kwaliteit. Prijsstijgingen die het gevolg zijn van kwaliteitsveranderingen kunnen niet worden gezien als aanleiding tot inflatie, aangezien zij niet de koopkracht van geld verminderen. Veranderingen in kwaliteit zijn over lange perioden gezien heel gewoon. De auto's van tegenwoordig bijvoorbeeld verschillen aanzienlijk van die welke werden geproduceerd in de jaren

# PRIJSSTABILITEIT



zeventig van de vorige eeuw, die op hun beurt weer zeer verschilden van die uit de jaren vijftig. Statistische instellingen besteden veel tijd aan het maken van aanpassingen voor veranderingen in kwaliteit, maar die aanpassingen zijn per definitie niet gemakkelijk te schatten.

Naast nieuwe versies van reeds bestaande goederen (bijvoorbeeld de introductie van nieuwe ontbijtcereals), is een belangrijk maar moeilijk onderwerp het opnemen van nieuwe producten. Tussen, bijvoorbeeld, het op de markt komen van DVD-spelers en het moment dat zij konden worden opgenomen in de prijsstatistieken zat onvermijdelijk enige tijd, aangezien daarvoor informatie over marktaandeel, de belangrijkste distributiekanaalen, de populairste merken, enz. nodig was. Maar als te veel tijd nodig is om nieuwe producten in de prijsindex op te nemen, weerspiegelt de prijsindex niet ten volle de werkelijke gemiddelde prijsveranderingen waarmee consumenten te maken hebben.

In het verleden hebben een aantal economische studies een kleine maar positieve vertekening in de meting van nationale consumptieprijsindices ontdekt, namelijk dat een gemeten inflatiecijfer van, zeg, minder dan een  $\frac{1}{2}$  procentpunt in werkelijkheid consistent kan zijn met “werkelijke” prijsstabiliteit. Voor het eurogebied (d.w.z. alle EU-landen die de euro als hun munteenheid gebruiken), zijn geen precieze schattingen van een dergelijke metingsvertekening beschikbaar. Echter, verwacht mag worden dat de omvang van een dergelijke metingsvertekening nogal gering zal zijn, en wel om twee redenen. Ten eerste is de Geharmoniseerde Consumptieprijsindex (“Harmonised Index of Consumer Prices” of HICP – dit is een geharmoniseerde Consumptieprijsindex voor alle landen van het eurogebied) een betrekkelijk nieuw

begrip. Ten tweede heeft Eurostat, de instantie van de Europese Commissie die verantwoordelijk is voor dit soort statistieken op EU-niveau, getracht een metingsvertekening in de HICP te vermijden door passende statistische normen vast te stellen.

## Nominale en reële variabelen

Zoals hierboven uitgelegd, kan men, in het geval van inflatie, met een bepaalde som geld steeds minder goederen kopen. Dit is hetzelfde als te zeggen dat er een daling in de waarde van geld optreedt of een daling in de koopkracht van geld. Dat brengt ons bij een ander belangrijk economisch vraagstuk: het verschil tussen nominale en reële variabelen. Een nominale variabele is een variabele die wordt gemeten in huidige prijzen. Zulke variabelen bewegen gewoonlijk met het prijspeil en dus met de inflatie mee. Met andere woorden, met de effecten van inflatie is geen rekening gehouden. Reële variabelen, zoals reëel inkomen of reële lonen, zijn echter variabelen waarbij de effecten van inflatie zijn afgetrokken of “eruit gehaald”.

Neem het volgende geval: het loon van een werknemer stijgt met 3% in nominale termen (d.w.z. in geld) per jaar, met andere woorden, zijn maandelijkse verdiensten stijgen van, zeg, EUR 2000 tot EUR 2060. Als we verder aannemen dat het algemene prijspeil over dezelfde periode zou stijgen met 1,5%, hetgeen hetzelfde is als zeggen dat het inflatiecijfer 1,5% per jaar bedraagt, dan is de stijging van het reële loon  $((103/101,5) - 1) \times 100 \approx 1,48\%$  (of ongeveer  $3\% - 1,5\% = 1,5\%$ ). Kortom, hoe hoger het inflatiecijfer voor een bepaalde nominale-loonstijging, hoe minder goederen de desbetreffende werknemer kan kopen.

Een ander belangrijk onderscheid is dat tussen nominale rente en reële rente (zie ook het Kader

## KADER 3.2: DE RELATIE TUSSEN DE VERWACHTE INFLATIE EN DE RENTE – HET ZOGEHETEN “FISCHER-EFFECT”

Economen noemen de rente die de bank (of een normale obligatie) uitbetaalt de nominale rente. De reële rente wordt gedefinieerd als de stijging van de koopkracht die met deze belegging wordt bereikt. Als  $i$  de nominale rente is,  $r$  de reële rente and  $\pi$  het inflatiecijfer, dan kan de relatie tussen deze drie variabelen als volgt worden weergegeven:<sup>7</sup>

$$r = i - \pi$$

Hieruit vloeit voort dat de reële rente het verschil is tussen de nominale rente en het inflatiecijfer. Door deze vergelijking te herschikken is het gemakkelijk te zien dat de nominale rente gelijk is aan de som van de reële rente en het inflatiecijfer:

$$i = r + \pi$$

### Wat zou deze vergelijking ons dus vertellen over de determinanten van de nominale rente?

Als een lener (bijvoorbeeld iemand die een nieuwe auto wil kopen) en een kredietverschaffer (bijvoorbeeld een bank) een nominale rente overeenkomen, weten zij niet precies wat het inflatiecijfer zal zijn gedurende de periode van de lening. Het is daarom belangrijk onderscheid te maken tussen twee verschillende reële rentes: de reële rente die de lener en kredietverschaffer verwachten wanneer de lening wordt gesloten, de zogenoemde ex ante reële ( $r^*$ ) rente, en de reële rente die in werkelijkheid wordt gerealiseerd, de zogenoemde ex post reële rente ( $r$ ).

Hoewel leners en kredietverschaffers de toekomstige inflatie niet precies kunnen voorspellen, lijkt het redelijk aannemelijk dat zij wel enige verwachtingen hebben ten aanzien van het toekomstige inflatiecijfer. Stel:  $\pi$  geeft de werkelijke gerealiseerde inflatie aan, en  $\pi^e$  de verwachting ten aanzien van dit inflatiecijfer. De ex ante reële rente is  $i - \pi^e$ , en de ex post reële rente

$i - \pi$ . De twee rentes verschillen wanneer de werkelijke of gerealiseerde inflatie verschilt van de verwachte inflatie.

De nominale rente kan, het zal duidelijk zijn, geen rekening houden met de toekomstige gerealiseerde inflatie want die is niet bekend wanneer de nominale rente wordt vastgelegd. De nominale rente kan alleen rekening houden met de verwachte inflatie.

$$i = r^* + \pi^e$$

Wanneer hij op deze wijze wordt weergegeven, wordt de vergelijking de Fischer-vergelijking genoemd, naar de econoom Irving Fischer (1867-1947). Zo laat de vergelijking in feite zien dat de nominale rente om twee redenen kan veranderen, namelijk omdat de verwachte reële rente ( $r^*$ ) verandert, of omdat het verwachte inflatiecijfer ( $\pi^e$ ) verandert. Om iets preciezer te zijn: de vergelijking stelt dat, gegeven de ex ante reële rente, de nominale rente  $i$  zich parallel beweegt aan veranderingen in het verwachte inflatiecijfer  $\pi^e$ . Deze één-op-één relatie tussen het verwachte inflatiecijfer en de nominale reële rente wordt het “Fischer-effect” genoemd, d.w.z. een hogere inflatie leidt tot een hogere nominale rente.

Een hoge nominale rente op een bankdeposito of overheidsobligatie kan derhalve eenvoudigweg hoge inflatieverwachtingen weerspiegelen, en hoeft niet noodzakelijkerwijs aan te geven dat verwacht wordt dat het reële rendement op deze belegging eveneens hoog zal zijn. Dit begrip is belangrijk voor iedereen die geld leent of krediet verschaft.

Hierbij dient tevens nog opgemerkt te worden dat onder bepaalde omstandigheden de rente risicopremies kan omvatten. Deze risicopremies houden gewoonlijk verband met inflatie (onzekerheid), wisselkoersrisico's en met wanprestatie.

<sup>7</sup> Merk op dat deze relatie slechts een benadering is, die uitsluitend redelijk accuraat is zolang  $r$ ,  $i$  en  $\pi$  relatief klein zijn. Het kan worden aangetoond dat  $1 + r = (1 + i) \times (1 + \pi)$  of  $r = i + \pi + r \times \pi$ . Bij lage niveaus van  $r$  en  $\pi$ , wordt de term  $r \times \pi$  uiteraard minimaal en dan is dus  $r = i + \pi$  de gebruikte benadering.

# PRIJSSTABILITEIT



Prijsstabiliteit maakt het mensen gemakkelijker veranderingen in de prijzen van goederen in kaart te brengen.

hieronder). Laten we, bij wijze van voorbeeld, eens aannemen dat men tegen nominale waarde een obligatie met een looptijd van één jaar kan kopen, die aan het einde van het jaar 4% uitbetaalt. Zou men aan het begin van het jaar EUR 100 betalen, dan zou men aan het eind van het jaar EUR 104 krijgen. De obligatie levert dus een nominale rente van 4% op. De rente betreft de nominale rente, tenzij anders vermeld.

Laten we nu eens aannemen dat het inflatiecijfer wederom 1,5% is voor dat jaar. Dit staat gelijk aan te zeggen dat vandaag het mandje goederen EUR 100 kost, en dat het volgende jaar EUR 101,5 zal kosten. Als men een obligatie met 4% nominale rente koopt voor EUR 100, die na een jaar verkoopt en daar EUR 104 voor krijgt, en vervolgens daarmee een mandje goederen koopt voor EUR 101,5, houdt men EUR 2,5 over. Met een obligatie van EUR 100 verdient men dus, als rekening wordt gehouden met de inflatie, rond EUR 2,5 “reëel” inkomen, hetgeen hetzelfde is als zeggen dat de reële rente ongeveer 2,5% bedraagt. Het zal duidelijk zijn dat als de inflatie positief is, dat dan de reële rente lager is dan de nominale rente.

## 3.3

### DE VOORDELEN VAN PRIJSSTABILITEIT

#### **Prijsstabiliteit ondersteunt een hogere levensstandaard door te helpen bij ...**

De hierboven gegeven informatie maakt duidelijk waarom inflatie en deflatie over het algemeen ongewenste verschijnselen zijn. Er zijn aanzienlijke nadelen en kosten verbonden aan inflatie en deflatie. Prijsstabiliteit voorkomt dat deze kosten zich voordoen en heeft belangrijke voordelen voor alle burgers. Er zijn verschillende manieren waarop prijsstabiliteit helpt hoge niveaus van economische welvaart te verwezenlijken, bijv. in de vorm van een hoog niveau van de werkgelegenheid.

#### **...het verminderen van onzekerheid omtrent de algemene prijsontwikkeling en zo bij het verbeteren van de transparantie van relatieve prijzen...**

Ten eerste, prijsstabiliteit maakt het mensen gemakkelijker veranderingen in de prijzen van goederen te identificeren uitgedrukt in termen van andere goederen (d.w.z. “relatieve prijzen”), aangezien dergelijke veranderingen niet worden gemaskeerd door schommelingen in het algehele prijspeil. Laten we eens aannemen dat, bijvoorbeeld, de prijs van een bepaald product met 3% stijgt. Als het algemene prijspeil stabiel is, weten consumenten dat de relatieve prijs van dit product is gestegen en zouden op grond daarvan kunnen besluiten minder van dit product te kopen. Als er echter hoge en instabiele inflatie heerst, dan is het lastiger de relatieve prijs uit te vinden; die zou zelfs kunnen zijn gedaald. In een dergelijke situatie zou het voor de consument beter kunnen zijn om relatief meer te kopen van dat product, waarvan de prijs “slechts” met 3% is gestegen.

In het geval van algemene deflatie beseffen consumenten wellicht niet dat een daling van het prijspeil van een enkel product alleen maar de algemene prijsontwikkeling weerspiegelt en niet een daling van het relatieve-prijspeil van dat product. Als gevolg daarvan zouden zij abusievelijk te veel van dat product kunnen kopen.

Dientengevolge lopen bedrijven en consumenten als de prijzen stabiel zijn niet het risico veranderingen in het algemene prijspeil verkeerd te interpreteren als relatieve-prijsveranderingen, en kunnen zij beter geïnformeerde consumptie- en beleggings- of investeringsbeslissingen nemen.

Door onzekerheid omtrent het inflatiecijfer zouden bedrijven ook verkeerde werkgelegenheidsbeslissingen

# HET BELANG VAN



Duurzame prijsstabiliteit verhoogt de efficiëntie van de economie en, derhalve, de welvaart van huishoudens.

kunnen nemen. Laten we eens, om dit te illustreren, aannemen dat in een klimaat van hoge inflatie een bedrijf de stijging van de marktprijs van zijn goederen met, zeg, 5%, verkeerd interpreteert als een relatieve-prijsdaling omdat het niet weet dat het inflatiecijfer recentelijk is gedaald van bijvoorbeeld 6% naar 4%. Het bedrijf kan dan beslissen minder te investeren en werknemers te ontslaan om de productiecapaciteit te verminderen, aangezien het er anders van uit zou kunnen gaan verlies te lijden vanwege de “gedachte” daling van de relatieve prijs van zijn goederen. Deze beslissing zou uiteindelijk verkeerd blijken te zijn, omdat het nominale loon van de werknemers ten gevolge van lagere inflatie met minder zou stijgen dan door het bedrijf werd aangenomen. Economen zouden dit omschrijven als een “verkeerde allocatie” van middelen. In essentie betekent dit dat middelen (kapitaal, arbeid, etc.) zijn verspild, aangezien enkele werknemers zouden zijn ontslagen vanwege instabiliteiten in de prijsontwikkeling.

Een soortgelijke verspilling van middelen zou eveneens voorkomen wanneer werknemers en vakbonden onzeker waren ten aanzien van de toekomstige inflatie en daarom een redelijk hoge nominale-loonsverhoging zouden eisen om op die manier te voorkomen dat toekomstige hoge inflatie zou leiden tot aanzienlijke dalingen in de reële lonen. Als bedrijven er in zo'n situatie lagere inflatieverwachtingen op na zouden houden dan de werknemers en vakbonden, zouden zij een bepaalde nominale-loonsverhoging zien als een nogal hoge reële-loonstijging en zouden daarom het aantal werknemers kunnen reduceren (of ten minste minder werknemers kunnen aannemen) dan zij zouden doen zonder de hoge gedachte reële-loonstijging.

Prijsstabiliteit vermindert de inflatie-onzekerheid en helpt daardoor de hierboven beschreven verkeerde

allocatie van middelen te voorkomen. Door de markt te helpen middelen toe te wijzen naar waar die het productiefst kunnen worden aangewend, verhoogt blijvende prijsstabiliteit de efficiëntie van de economie en op die manier de welvaart van huishoudens.

## ... het verminderen van inflatierisicopremies in de rente ...

Ten tweede zullen crediteuren, als zij er zeker van kunnen zijn dat de prijzen in de toekomst stabiel zullen blijven, geen extra rendement (een zogeheten “inflatierisicopremie”) eisen ter compensatie van de inflatierisico's die verbonden zijn aan het over een langere periode aanhouden van nominale activa (zie Kader 3.2 voor nadere details). Door zulke risicopremies te verminderen, en daardoor een lagere nominale rente te bewerkstelligen, draagt prijsstabiliteit bij aan de efficiëntie waarmee kapitaalmarkten middelen toewijzen en versterkt zo de stimulansen tot investeringen. Dit bevordert op zijn beurt werkgelegenheidscreatie en, meer in het algemeen, economische welvaart.

## ... het vermijden van onnodige indekkings-activiteiten ...

Ten derde maakt de geloofwaardige handhaving van prijsstabiliteit het ook minder waarschijnlijk dat particulieren en bedrijven middelen die productief aangewend worden een andere bestemming zullen geven om zichzelf te beschermen (“zich in te dekken”) tegen inflatie of deflatie, bijvoorbeeld door nominale contracten te indexeren aan de prijsontwikkeling. Aangezien volledige indexering niet mogelijk is of te duur, bestaat er in een klimaat van hoge inflatie de drang een grote voorraad van echte goederen aan te leggen aangezien deze in dergelijke omstandigheden hun waarde beter behouden dan geld of bepaalde financiële activa.

## KADER 3.3: HYPERINFLATIE

Een situatie waarin het inflatiecijfer zeer hoog is en/of constant stijgt en uiteindelijk onbeheersbaar wordt, wordt “hyperinflatie” genoemd. Vanuit sociaal oogpunt is hyperinflatie een zeer destructief verschijnsel, dat ingrijpende gevolgen heeft voor individuen en voor de maatschappij als geheel. Hoewel er geen algemeen geaccepteerde definitie van hyperinflatie is, kunnen de meeste economen het er wel over eens zijn dat een situatie waarin het maandelijkse inflatiecijfer meer dan 50% bedraagt kan worden beschouwd als hyperinflatie.

Hyperinflatie en perioden van zeer hoge inflatie zijn in de twintigste eeuw verschillende keren voorgekomen. Hieronder staan een paar voorbeelden van landen die te maken hebben gehad met zulke hoge inflatiecijfers, samen met de desbetreffende cijfers voor de aangegeven jaren:

1922	Duitsland	5 000%
1985	Bolivia	meer dan 10 000%
1989	Argentinië	3 100%
1990	Peru	7 500%
1993	Brazilië	2 100%
1993	Oekraïne	5 000%

We zullen hier de gevolgen van een dergelijk verschijnsel in het kort illustreren. Een inflatiecijfer van 50% per maand betekent een meer dan 100-voudige stijging van het prijspeil over een jaar en een stijging van meer dan twee miljoen keer over een periode van drie jaar. Het lijkt natuurlijk geen twijfel dat dergelijke inflatiecijfers een zware

last leggen op de maatschappij. In Duitsland had de hyperinflatie die volgde op de Eerste Wereldoorlog, en die zijn hoogste punt bereikte in 1923, vernietigende economische, sociale en – daar is men het over het algemeen wel over eens – politieke gevolgen.

Aangezien veel mensen hun spaargeld kwijtraakten, leidde dit tot een aanzienlijk verlies in vermogen voor grote groepen van de bevolking. Het besef dat het prijspeil constant bleef stijgen leidde tot een vicieuze cirkel. Mensen eisten uiteraard hogere lonen, omdat zij in de toekomst hogere prijzen verwachtten. Deze verwachtingen werden werkelijkheid, aangezien de hogere lonen zich vertaalden in hogere productiekosten, die op hun beurt weer hogere prijzen veroorzaakten. Op dezelfde wijze begonnen de mensen hun geld – dat zijn waarde verloor – door te geven door het sneller en sneller uit te geven.

De regering reageerde op de daling in de waarde van het geld door steeds meer nullen aan het papiergeld toe te voegen, maar in de loop der tijd werd het onmogelijk gelijke tred te houden met het exploderende prijspeil. Uiteindelijk waren deze hyperinflatiekosten niet meer te dragen. In de loop der tijd raakte het geld volledig zijn rol van waardeopslag, rekeneenheid en ruilmiddel kwijt. Ruilhandel werd steeds normaler en onofficiële vormen van geld, zoals sigaretten, die niet hun waarde ten gevolge van de inflatie verloren, begonnen het officiële papiergeld te vervangen.



# HET BELANG VAN

Een buitensporige voorraadaanlegging van goederen is uiteraard echter geen efficiënte investeringsbeslissing en belemmert economische groei en de groei van het reële inkomen.

## ... het verminderen van versturende effecten van belasting- en socialezekerheidsstelsels

...

Ten vierde kunnen belasting- en socialezekerheidsstelsels stimulansen creëren die economisch gedrag verstoren. In veel gevallen worden deze verstoringen door inflatie of deflatie verergerd,

aangezien belastingstelsels gewoonlijk niet de indexering van belastingpercentages en socialezekerheidsbijdragen aan het inflatiecijfer toestaan. Salarisverhogingen, bijvoorbeeld, die bedoeld zijn als compensatie aan werknemers van inflatoire ontwikkelingen zouden ertoe kunnen leiden dat werknemers meer belasting moeten gaan betalen, een verschijnsel dat bekend staat als cold progression (“koude progressie”). Prijsstabiliteit vermindert deze versturende effecten die verband houden met de invloed van inflatoire of deflatoire ontwikkelingen op de belastingdruk en op sociale stelsels.

## KADER 3.4: DE VRAAG NAAR CONTANT GELD

Dankzij zijn liquiditeit, verschaft geld aan zijn bezitter een dienst, en wel in de vorm van het gemakkelijker maken van transacties. Anders zouden mensen uiteraard niet gestimuleerd worden geld dat geen rentevergoeding krijgt, vast te houden. Door contant geld vast te houden, zijn mensen onderhevig aan zogenoemde “alternatieve kosten”, aangezien andere activa een positieve rente opleveren die zij zouden mislopen. Een hoger niveau van verwachte rente en dus een hogere nominale rente (zie Kader 3.2) hebben derhalve over het algemeen een negatieve invloed op de vraag naar geld.

We stellen ons een situatie voor waarin de korte marktrente die op bankdeposito's of overheidsobligaties wordt uitgekeerd slechts 2% is. In zo'n geval betekent het aanhouden van EUR 1000 in bankbiljetten dat per jaar EUR 20 wordt misgelopen. De rentes op andere beleggingsmogelijkheden vormen de alternatieve kosten van het aanhouden van bankbiljetten.

En laten we nu eens aannemen dat vanwege hogere inflatie de nominale rente stijgt en dat u een rente van 10% ontvangt op uw bankrekening, in plaats van 2%. Als u nog steeds EUR 1000 in contant geld aanhield, dan zouden uw alternatieve kosten per jaar EUR 100 zijn, of rond EUR 2 per week. In dat geval zou u kunnen beslissen uw geldaanhouding met, zeg, EUR 500 te verminderen en daardoor uw rente-inkomsten te verhogen met rond EUR 1 per week, oftewel met EUR 50 per jaar. Met andere woorden, hoe hoger de rente, hoe lager de vraag naar bankbiljetten. Economen spreken dan van de “rente-elasticiteit” van de vraag naar geld.

# PRIJSSTABILITEIT

## **... het vergroten van de voordelen van het aanhouden van contant geld ...**

Ten vijfde kan inflatie worden geïnterpreteerd als een verborgen belasting op het aanhouden van geld. Met andere woorden, mensen die geld aanhouden (of deposito's waarover geen rente wordt uitbetaald tegen marktkoersen) ervaren een daling van hun reële-geldsaldi en aldus van hun reële financiële vermogen wanneer het prijspeil stijgt, precies alsof een deel van hun geld zou zijn wegbelast. En dus: hoe hoger het verwachte inflatiecijfer (en derhalve hoe hoger de nominale rente – zie Kader 3.2), hoe lager de vraag van huishoudens naar geldaanhoudingen (Kader 3.4 laat zien waarom hogere nominale rente een vermindering betekent van de vraag naar geld (waarover geen rente wordt uitgekeerd). Dit gebeurt zelfs wanneer de inflatie niet onzeker is, d.w.z. wanneer deze volledig wordt verwacht. Dientengevolge moeten mensen, wanneer zij een lager bedrag aan geld aanhouden, vaker een bezoek brengen aan de bank om geld te halen. Dit ongemak en deze kosten die voortkomen uit verminderde geldaanhoudingen worden vaak overdrachtelijk omschreven als de “schoenleerkosten” van inflatie, omdat het vake lopen naar de bank de schoenen sneller doet slijten. Meer in het algemeen kan worden gezegd dat verminderde geldaanhoudingen leiden tot hogere transactiekosten.

## **... het voorkomen van de willekeurige verdeling van vermogen en inkomen ...**

Ten zesde, het handhaven van prijsstabiliteit voorkomt de aanzienlijke economische, sociale en politieke problemen die verband houden met de willekeurige herverdeling van vermogen en inkomen die zich in tijden van inflatie en deflatie voordoet. Dit geldt met name wanneer veranderingen in het prijspeil moeilijk te voorspellen zijn en voor

groepen in de maatschappij die hun nominale vorderingen moeilijk tegen inflatie kunnen beschermen. Bijvoorbeeld, als een onverwachte stijging van de inflatie optreedt, ervaart iedereen met nominale vorderingen (bijvoorbeeld in de vorm van een langere-termijnlooncontract, bankdeposito's of overheidsobligaties), een verlies op de reële waarde van deze vorderingen. Vermogen wordt dan op willekeurige wijze overgeheveld van kredietverschaffers (of spaarders) naar leners omdat men met het geld waarin de lening uiteindelijk wordt terugbetaald, minder goederen kan kopen dan verwacht werd toen de lening werd gesloten.

Zou er onverwacht deflatie optreden, dan zouden mensen met nominale vorderingen profiteren omdat de reële waarde van hun vorderingen (bijvoorbeeld lonen en deposito's) stijgt. In tijden van deflatie zijn leners of debiteuren echter vaak niet in staat hun schuld terug te betalen en kunnen zelfs failliet gaan. Dit zou de maatschappij als geheel schade kunnen toebrengen, en met name die mensen die vorderingen hebben op, en die mensen die werkzaam waren bij, bedrijven die failliet zijn gegaan.

In het algemeen lijden gewoonlijk de armste groepen in de maatschappij het meest onder inflatie of deflatie, aangezien zij slechts beperkte mogelijkheden hebben zich er tegen te in te dekken. Stabiele prijzen helpen op die manier dus ook sociale cohesie en stabiliteit te handhaven. Zoals op bepaalde momenten in de twintigste eeuw duidelijk is geworden, creëert hoge inflatie vaak sociale en politieke instabiliteit doordat die groepen die verlies lijden door inflatie zich bedrogen voelen wanneer (onverwachte) inflatie een groot deel van hun spaargeld “wegbelast”.



Op de lange termijn lijken economieën met lagere inflatie in reële termen gemiddeld sneller te groeien.



### **... het bijdragen aan financiële stabiliteit**

Ten zevende, kunnen plotselinge herwaarderingen van activa ten gevolge van onverwachte veranderingen in de inflatie de gezondheid van de balans van een bank ondermijnen. Laten we, bijvoorbeeld, eens aannemen dat een bank langetermijnleningen tegen een vaste rente verschaft die worden gefinancierd met kortetermijndeposito's. Als er een onverwachte verschuiving naar hoge inflatie optreedt, dan zal dit een daling van de reële waarde van activa met zich meebrengen. Daarna zou de bank solvabiliteitsproblemen kunnen krijgen die negatieve “kettingeffecten” zouden kunnen veroorzaken. Als monetair beleid prijsstabiliteit handhaaft, worden inflatoire of deflatoire schokken ten aanzien van de reële waarde van nominale activa vermeden en wordt zo tevens de financiële stabiliteit versterkt.

### **Door het handhaven van prijsstabiliteit dragen centrale banken bij aan bredere economische doelstellingen**

Al deze argumenten duiden erop dat een centrale bank die prijsstabiliteit handhaaft aanzienlijk bijdraagt aan het verwezenlijken van bredere economische doelstellingen, zoals een hogere levensstandaard en hoge en stabielere niveaus van economische bedrijvigheid en werkgelegenheid. Deze conclusie wordt ondersteund door economische gegevens die voor een breed en divers scala van landen, methodologieën en perioden aangeven dat op de lange termijn economieën met lagere inflatie in reële termen gemiddeld sneller groeien.

# FACTOREN DIE DE PRIJSONTWIKKELING BEPALEN

# 4

Dit hoofdstuk biedt gedetailleerde informatie om te helpen vragen te beantwoorden als: **Waarvoor wordt het algemene prijspeil bepaald?**, **Wat zijn de factoren die de inflatie bepalen?**, **Hoe kan de centrale bank, of om preciezer te zijn, monetair beleid prijsstabiliteit waarborgen?**, **Wat is de rol van begrotingsbeleid?**, en **Zou monetair beleid zich primair moeten richten op het vergroten van de reële groei of op het terugdringen van werkloosheid?** of, met andere woorden, **Wat kan monetair beleid wel en wat kan monetair beleid niet bereiken?**

**4.1** biedt een kort overzicht van wat monetair beleid wel kan en wat het niet kan.

**4.2** behandelt de vraag hoe monetair beleid de rente kan beïnvloeden.

**4.3** illustreert de effecten van renteveranderingen op de uitgavenbeslissingen van huishoudens en bedrijven.

**4.4** bespreekt de factoren die de prijsontwikkeling bepalen op de kortere termijn.

**4.5** kijkt naar de factoren die de prijsontwikkeling bepalen op de middellange tot lange termijn, en legt uit dat bij dergelijke langere perioden het monetaire beleid de passende instrumenten ter beschikking staan om de prijzen te beïnvloeden. Monetair beleid is derhalve verantwoordelijk voor de trends van de inflatie.



# FACTOREN DIE DE

- 1
- 2
- 3
- 4
- 5

4.1 Wat monetair beleid kan en wat het niet kan – een overzicht

4.2 Geld en de rente – hoe kan monetair beleid de rente beïnvloeden?

4.3 Hoe beïnvloeden veranderingen in de rente de uitgavenbeslissingen van consumenten en bedrijven?

4.4 Factoren die de prijsontwikkeling op de kortere termijn bepalen

4.5 Factoren die de prijsontwikkeling op de langere termijn bepalen

In de voorafgaande paragrafen hebben we gekeken naar aangelegenheden die verband hielden met het meten van inflatie en naar de voordelen van prijsstabiliteit. We hebben het echter niet direct gehad over de oorzaken die de algemene prijsontwikkeling bepalen. In de volgende paragrafen zullen we ons concentreren op de oorzaken van inflatie, waarbij deze laatste wordt gedefinieerd als een algemene of breed gefundeerde stijging van de prijzen van goederen en diensten, die gelijkstaat met een vermindering van de koopkracht van geld. Vóór hierover in details te treden, zullen we eerst een kort overzicht geven van de rol en de effecten van monetair beleid. Dit helpt de juiste context creëren voor andere factoren.

## 4.1 WAT MONETAIR BELEID KAN EN WAT HET NIET KAN – EEN OVERZICHT

Hoe kan monetair beleid het prijspeil beïnvloeden? Deze vraag raakt wat economen over het algemeen omschrijven als het “transmissieproces”, d.w.z. het proces waarbij acties van de centrale bank doorwerken in de economie en uiteindelijk in de prijzen. Hoewel dit proces in essentie uitermate gecompliceerd is, in de loop der tijd verandert en in verschillende economieën uiteenloopt, en wel in zo'n mate dat zelfs vandaag de dag niet alle details achter dit proces bekend zijn, bestaat er toch wel goed inzicht in de basiskenmerken ervan. De manier waarop monetair beleid zijn invloed

uitoefent op de economie kan als volgt worden omschreven: de centrale bank geeft als enige bankbiljetten en bankreserves uit, d.w.z. de centrale bank is de monopolistische verschafter van de zogenoemde “monetaire basis”. Dankzij dit monopolie is de centrale bank in staat de situatie op de geldmarkt te beïnvloeden en de korte rente te sturen.

### **Op de korte termijn kan de centrale bank reële economische ontwikkelingen beïnvloeden**

Op de korte termijn zet een door de centrale bank geïnitieerde verandering van de geldmarktrente (d.w.z. de korte rente) een aantal mechanismen in werking, voornamelijk omdat deze verandering van invloed is op de uitgaven- en besparingsbeslissingen van huishoudens en bedrijven. Zo zal, bijvoorbeeld, een hogere rente het, als alle factoren onveranderd blijven, onaantrekkelijker maken voor huishoudens en bedrijven om leningen af te sluiten om daarmee hun consumptie of investeringen te financieren. Een hogere rente maakt het ook aantrekkelijker voor huishoudens hun inkomen van dat moment te sparen in plaats van het uit te geven. Ten slotte kunnen veranderingen in de officiële rente ook van invloed zijn op de kredietverschaffing. Deze ontwikkelingen hebben op hun beurt, zij het met enige vertraging, weer een invloed op de ontwikkelingen in de reële economische variabelen, zoals de productie.

# PRIJSONTWIKKELING BEPALEN

# 4

## **Op de lange termijn zullen veranderingen in de geldhoeveelheid van invloed zijn op het algemene prijspeil ...**

Een aantal verschillende mechanismen en door verschillende economische partijen in verschillende stadia van het proces ondernomen acties spelen een rol in de hierboven geschetste dynamische processen. Daarnaast kunnen de omvang en sterkte van de verschillende effecten variëren al naar gelang de staat van de economie. Dientengevolge duurt het gewoonlijk geruime tijd voordat monetair beleid van invloed is op de prijsontwikkeling. Onder economen wordt echter op brede schaal geaccepteerd dat op de lange termijn, d.w.z. nadat alle aanpassingen in de economie zijn doorgewerkt, een verandering in de door de centrale bank verschaft hoeveelheid geld (wederom wanneer alle factoren onveranderd blijven) alleen zal worden weerspiegeld in een verandering in het algemene niveau van de prijzen maar geen blijvende veranderingen zal veroorzaken in reële variabelen zoals de reële productie of de werkloosheid. Een door de centrale bank geïnitieerde verandering in de hoeveelheid geld in circulatie staat uiteindelijk gelijk aan een verandering in de rekenenheid (en daardoor in het algemene prijspeil), die alle andere variabelen stabiel laat, grotendeels zoals het veranderen van een standaardmaat voor afstand (bijvoorbeeld wanneer wordt overgegaan van kilometers op mijlen) de werkelijke afstand tussen twee plaatsen niet verandert.

## **... maar niet op het niveau van het reële inkomen of de werkgelegenheid**

Dit algemene principe, dat wordt genoemd de "langetermijnneutraliteit" van geld, ligt ten grondslag aan alle standaard macro-economische theorie en theoretische kaders. Zoals hierboven vermeld, heeft monetair beleid dat op geloofwaardige wijze prijsstabiliteit handhaaft een aanzienlijke positieve

invloed op de welvaart en op de reële bedrijvigheid. Afgezien van deze positieve invloed van prijsstabiliteit, worden het reële inkomen of het niveau van de werkgelegenheid in de economie op de lange termijn in essentie bepaald door reële (aanbods)factoren en kunnen zij niet worden versterkt door expansief monetair beleid.<sup>8</sup>

Deze belangrijkste determinanten van de werkgelegenheid en het reële inkomen op de lange termijn zijn de technologie, bevolkingsgroei, en alle aspecten van het institutionele kader van de economie (met name eigendomsrechten, belastingbeleid, socialezekerheidsbeleid en andere regelgeving die de flexibiliteit van markten bepaalt en stimulansen tot verschaffing van arbeid en kapitaal en tot investering in menselijk kapitaal).

## **Inflatie is uiteindelijk een monetair verschijnsel**

Inflatie is uiteindelijk een monetair verschijnsel. Zoals wordt bevestigd door een aantal empirische studies, bestaat er over het algemeen verband tussen lange perioden van hoge inflatie en hoge monetaire groei (zie de Grafiek hieronder). Hoewel andere factoren (zoals variaties in de totale vraag, technologische veranderingen en schokken ten aanzien van de goederenprijzen) de prijsontwikkeling binnen een korte periode kunnen beïnvloeden, kunnen hun effecten in de loop der tijd worden gecompenseerd door enige mate van aanpassing van monetair beleid. In dit opzicht kunnen de langeretermtrends van de prijzen of de inflatie door centrale banken worden beheerst.



Een monetair beleid dat op geloofwaardige wijze prijsstabiliteit handhaaft heeft een aanzienlijke positieve invloed op de welvaart.

<sup>8</sup> Aanbodsfactoren zijn factoren die het aanbod van goederen en producten in een economie bepalen, met name de hoeveelheid en de kwaliteit van kapitaal en arbeid, alsook de technologische vooruitgang en de inrichting van structureel beleid.

# FACTOREN DIE DE

In dit korte overzicht zijn een aantal punten aan de orde gekomen die wellicht om verdere uitleg vragen. Omdat inflatie uiteindelijk een monetair verschijnsel is, is het nodig om uitgebreider in te gaan op hoe monetair beleid van invloed is op de economie en uiteindelijk op de prijsontwikkeling. Dit kan het beste worden gedaan in drie stappen. Ten eerste bespreken we, in Paragraaf 4.2, waarom en hoe monetair beleid de rente kan beïnvloeden. Ten tweede bekijken we, in Paragraaf 4.3, hoe veranderingen in de rente van invloed kunnen zijn op de uitgavenbeslissingen van huishoudens en bedrijven. Ten slotte analyseren we hoe deze veranderingen in de totale vraag van invloed zijn op de prijsontwikkeling. In dat kader bespreken we tevens andere, d.w.z. niet-monetaire of reële, factoren die op de kortere termijn de prijsontwikkeling kunnen beïnvloeden. Het kan hierbij nuttig zijn de totale vraag naar en het

totale aanbod van goederen in een economie te begrijpen (zie Kader 4.2) en onderscheid te maken tussen kortetermijneffecten en langetermijneffecten (Paragraaf 4.4 en 4.5).

## 4.2 GELD EN DE RENTE – HOE KAN MONETAIR BELEID DE RENTE BEÏNVLOEDEN?

Een centrale bank kan de nominale korte rente bepalen die de banken moeten betalen wanneer zij van de centrale bank krediet willen verkrijgen. En de banken moeten bij de centrale bank zijn voor krediet aangezien zij bankbiljetten nodig hebben voor hun cliënten en zij moeten voldoen aan de voor hen geldende minimumreservevereisten in de vorm van bij de centrale bank aangehouden deposito's.

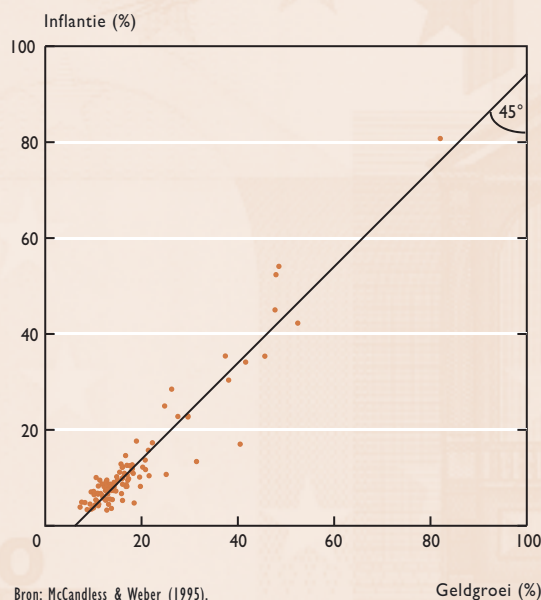
Aangezien centrale banken de enige instellingen zijn die bankbiljetten (en bankreserves) mogen uitgeven (met andere woorden, zij zijn de monopolistische verschaffers van basisgeld), kunnen zij de beleidsrente, d.w.z. de nominale korte rente, vaststellen voor aan de banken gegeven leningen. De verwachtingen ten aanzien van de toekomstige ontwikkeling van de beleidsrente beïnvloeden op hun beurt een breed scala van langeretermijn bancaire en markttrentes.

## 4.3 HOE BEÏNVLOEDEN VERANDERINGEN IN DE RENTE DE UITGAVENBESLISSINGEN VAN CONSUMENTEN EN BEDRIJVEN?

Vanuit het perspectief van een individueel huishouden maakt een hogere reële rente het aantrekkelijker om te sparen, aangezien het rendement op de besparingen in termen van toekomstige consumptie, hoger is. Een hogere reële

GRAFIEK: GELD EN INFLATIE

Gemiddelde groeicijfers op jaarbasis van M2 en van de consumptieprijzen gedurende 1960-1990 in 110 landen.



# PRIJSONTWIKKELING BEPALEN

# 4

## KADER 4.1 WAAROM KAN DE CENTRALE BANK DE (EX ANTE) REËLE RENTE BEÏNVLOEDEN? DE ROL VAN “STARRE” PRIJZEN

Zoals in Kader 3.2 uitgebreider is uitgelegd, is de ex ante reële rente het reële rendement dat een bepaald financieel activum wordt verwacht op te leveren. Deze wordt gedefinieerd als de nominale rente minus het verwachte inflatiecijfer gedurende de looptijd waarvoor de rente is vastgelegd. De invloed van monetair beleid op de reële korte rente houdt verband met twee zaken: monetair beleid beheerst de nominale korte rente, en de prijzen zijn op de korte termijn “star”.

Wat betekent dat, “starre” prijzen? Empirisch onderzoek heeft uitgewezen dat de meeste prijzen voor enige tijd worden vastgelegd; bedrijven passen zeer vaak de prijzen die zij in rekening brengen niet meteen aan in reactie op veranderingen in de vraag of het aanbod. In werkelijkheid worden sommige prijzen zeer vaak aangepast (bijvoorbeeld de benzineprijzen), terwijl andere prijzen elke maand of slechts eenmaal per jaar worden aangepast. Daar kunnen uiteenlopende redenen voor zijn. Ten eerste worden prijzen soms vastgelegd in langlopende contracten tussen bedrijven en cliënten om zo de onzekerheden en kosten waarmee frequent plaatsvindende onderhandelingen gepaard gaan, te beperken. Ten tweede kunnen bedrijven hun prijzen onveranderd laten om hun “vaste klanten” niet door frequente prijsveranderingen te irriteren. Ten derde, zijn sommige prijzen “star” vanwege de wijze waarop de desbetreffende markt is gestructureerd; wanneer een bedrijf eenmaal een catalogus of prijslijst heeft laten drukken en deze heeft verspreid, brengt het vaak hoge kosten met zich mee om deze te laten wijzigen. En, ten slotte,

brengt de berekening van nieuwe prijzen op zich al kosten met zich mee.

Op de lange termijn passen de prijzen zich echter aan aan nieuwe aanbod- en vraagomstandigheden. Anders gezegd: op de lange termijn zijn de prijzen volledig flexibel.<sup>9</sup>

Laten we nu eens aannemen dat de centrale bank de geldhoeveelheid verruimt. Bijvoorbeeld, de bank drukt nieuw geld en koopt overheidsobligaties. Mensen zijn alleen bereid om een groter bedrag aan geld aan te houden en hun obligatiebezit te verminderen als het rendement op die obligaties, d.w.z. de rente, daalt. Als de centrale bank de geldhoeveelheid verruimt, moet dus de nominale rente dalen om de mensen te stimuleren een hoger bedrag aan geld aan te houden. En omdat prijzen op de korte termijn “star” zijn betekent dit dat de kortetermijninflatieverwachtingen grotendeels onveranderd zullen blijven. Dientengevolge vertaalt een verandering in de nominale korte rente zich in een verandering van de ex ante verwachte reële rente (zie ook Kader 3.2). Monetair beleid kan derhalve de verwachte of ex ante reële rente op kortlopende instrumenten beïnvloeden.

<sup>9</sup> Met uitzondering van door de overheid gereguleerde prijzen, waarvan men mag verwachten dat die slechts zeer zelden veranderen.





# FACTOREN DIE DE

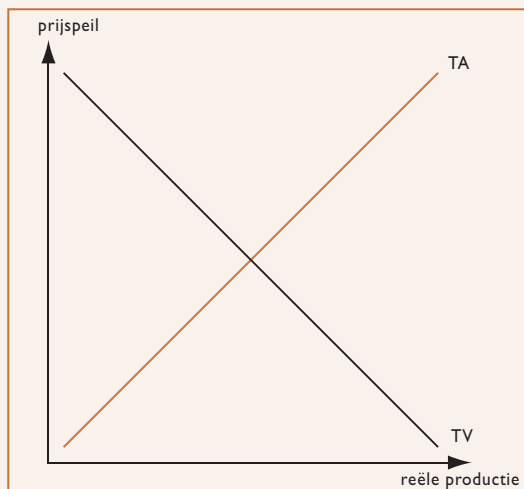
## KADER 4.2 HOE BEÏNVLOEDEN VERANDERINGEN IN DE TOTALE VRAAG DE ECONOMISCHE BEDRIJFVIGHEID EN DE PRIJSONTWIKKELING?

Een gemakkelijke manier om te illustreren hoe veranderingen in de totale vraag van invloed zijn op de prijsontwikkeling is door gebruik te maken van een eenvoudig model dat zich richt op het totale aanbod en de totale vraag in de gehele economie. In het kader van dit voorbeeld houden we de analyse redelijk simpel. Tegelijkertijd illustreren we onze argumenten met grafieken. Het model tracht eigenlijk een beschrijving te geven van de relatie tussen de reële hoeveelheid aangeboden en gevraagde goederen en diensten in een economie en het totale prijspeil.

### Totale aanbod en vraag – het kortetermijnevenwicht

De grafiek hieronder toont het totale aanbod (TA) en de totale vraag (TV), met op de verticale as het prijspeil en de reële productie op de horizontale as.

### GRAFIEK 1: DE TOTALE VRAAG EN HET KORTETERMIJN TOTALE AANBOD



### De totale vraag en het prijspeil

Om het schuin aflopen van de totale vraag te begrijpen dienen we te analyseren wat er gebeurt met reële-uitgavenbeslissingen als het prijspeil verandert, ervan uitgaande dat alle andere economische variabelen onveranderd blijven. Het kan worden aangetoond dat de totale-vraagcurve een negatieve helling vertoont. Eén manier om hiernaar te kijken is in termen van vraag en aanbod voor reële geldsaldi. Als de prijzen hoger zijn maar de nominale geldhoeveelheid ligt vast, dan zullen mensen lagere reële geldsaldi ervaren en dit betekent dat zij alleen een lager aantal transacties kunnen financieren. Omgekeerd is het zo dat als het prijspeil lager is, de reële geldsaldi hoger zijn, hetgeen op zijn beurt een groter volume aan transacties mogelijk maakt, d.w.z. de vraag naar reële productie zal groter zijn.

### Het totale aanbod en het prijspeil op de korte termijn

Zoals de term zelf al aanduidt, verwijst het totale aanbod naar het aanbod van door bedrijven geproduceerde goederen en diensten. We dienen eerst te begrijpen hoe het algehele prijspeil verband houdt met het algehele niveau van de productie op de korte termijn, ervan uitgaande dat alle andere factoren (productietechnologie, nominale lonen, enz.) hetzelfde blijven. Op welke manier is een verandering in het prijspeil van invloed op de reële productie van bedrijven? In essentie zal, indien de nominale lonen gegeven zijn, een hoger prijspeil leiden tot een daling van de reële lonen. Met lagere reële lonen wordt het voor bedrijven

# PRIJSONTWIKKELING BEPALEN

# 4

lonender meer personeel aan te nemen en de productie te verhogen. Met andere woorden: de reële lonen zijn een fundamentele determinant van werkgelegenheid. Als hogere prijzen en alle andere factoren, zoals de productietechnologie en nominale lonen, onveranderd blijven, zullen bedrijven dus de werkgelegenheid en de productie verhogen. De kortetermijn totale-aanbodcurve loopt dan schuin naar boven op.

De kruising van de twee curves bepaalt wat economen noemen het “evenwicht”. Het begrip evenwicht is cruciaal in de economische theorie. Dit is omdat in een dergelijke situatie de wensen van beide zijden van de markt samenvallen en er daardoor geen aanleiding is voor verdere veranderingen. In dit geval bepaalt het evenwicht tegelijkertijd het prijspeil en het niveau van de reële productie in een economie.

Wat gebeurt er als de economie wordt geconfronteerd met een situatie van niet-evenwicht? Stel, de economie wordt geconfronteerd met een prijspeil dat hoger ligt dan het evenwichtsniveau. In een dergelijke situatie is het totale aanbod te hoog en de totale vraag te laag vergeleken met het evenwicht. Wat gebeurt er nu? Als het prijspeil hoger is dan in evenwicht, willen kopers minder kopen dan producenten willen verkopen. Sommige aanbieders zullen derhalve hun prijzen verlagen, hetgeen op zijn beurt leidt tot een stijging van de totale vraag. Tegelijkertijd zullen de lagere prijzen de reële lonen doen stijgen (aangezien de nominale lonen voor de korte termijn worden vastgelegd) en zullen bedrijven – aangezien de reële lonen voor

hun een kostenfactor vormen – de productie verlagen en over het algemeen het totale aanbod doen verminderen. Dit proces zal doorgaan totdat een evenwichtssituatie is bereikt, d.w.z. een situatie waarin de wensen en de plannen van kopers en verkopers op een bepaalde prijs en een bepaald productieniveau samenvallen.

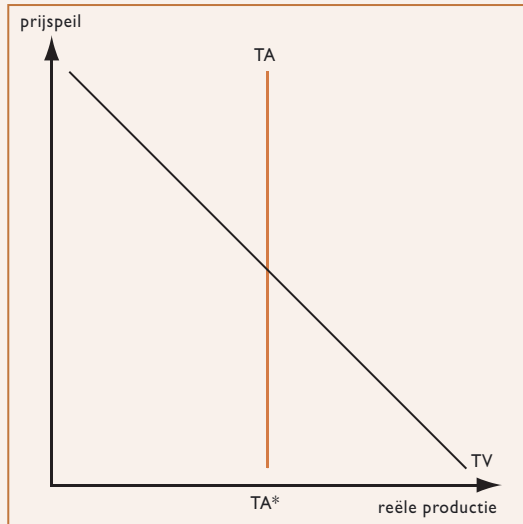
## **Het totale aanbod op de lange termijn**

Waarom spreken we hierboven van de kortetermijn aanbodcurve? De positieve invloed van een hoger prijspeil op de reële productie zal slechts zo lang duren als de nominale (en daardoor ook de reële) lonen onveranderd blijven. In werkelijkheid worden de nominale lonen gewoonlijk vastgelegd voor ongeveer een jaar, in sommige gevallen voor een periode tot twee jaar. Wanneer nu de werknemers of de vakbonden de lagere reële lonen die door hogere inflatie worden veroorzaakt niet accepteren, zullen zij de volgende loononderhandelingsronde aangrijpen om compensatie te vragen in de vorm van hogere lonen. Als de reële lonen terugkeren tot op het niveau waar zij zich bevonden vóór de stijging van het prijspeil (en als de productietechnologie onveranderd blijft), zullen bedrijven het niet langer lonend vinden om de productie en de werkgelegenheid op het hogere niveau te handhaven en zullen dus beide verlagen. Met andere woorden, als de reële lonen op de lange termijn niet verlaagd kunnen worden door hogere inflatie, zullen op de lange termijn de werkgelegenheid en de productie eveneens onafhankelijk zijn van de prijsontwikkeling. Dit betekent dat de langetermijn totale-aanbodcurve verticaal zal zijn.

# FACTOREN DIE DE

## Het langetermijnevenwicht

### GRAFIEK 2: DE TOTALE VRAAG EN HET LANGETERMIJN TOTALE AANBOD



De kruising van de TA-curve met de horizontale as (zie **TA\*** in Grafiek 2) is wat economen noemen het potentiële niveau van de productie. Het potentiële niveau van de productie vertegenwoordigt de waarde van eindgoederen en diensten die worden geproduceerd wanneer de middelen van de economie ten volle worden benut, gegeven de op dat moment vigerende staat van de technologie en de structurele kenmerken van de economie (zoals arbeidsmarktregelgeving, socialezekerheids- en belastingstelsels, enz.).

Tot dusver hebben we alleen bewegingen langs de curves besproken, waarbij alle andere factoren, op de prijzen en de reële productie na, onveranderd bleven. We moeten nu echter zien te begrijpen wat er gebeurt als deze andere factoren wél veranderen. In essentie verschuiven dergelijke veranderingen de curves naar rechts of naar links.

## Factoren die van invloed zijn op het totale aanbod en de totale vraag

Volgens het simpele model dat we tot nu toe hebben gebruikt wordt de combinatie van prijzen en reëel inkomen in een economie duidelijk bepaald door de wisselwerking tussen het totale aanbod en de totale vraag. Dit vereist echter wel uitleg met betrekking tot de factoren die leiden tot verschuivingen van de twee curves.

Tot de factoren die leiden tot een stijging van de totale vraag (d.w.z. een verschuiving van **TV** naar buiten of naar rechts) behoren een stijging van de overheidsuitgaven, een verlaging van de belastingen, een depreciatie van de eigen valuta, en een stijging van het reële inkomen (bijvoorbeeld hogere aandelen- en landprijzen), die op hun beurt leiden tot hogere particuliere consumptie en hogere investeringsuitgaven.

De particuliere consumptie en de investeringen kunnen tevens worden bepaald door verwachtingen. Als, bijvoorbeeld, bedrijven hogere toekomstige winsten verwachten, zullen zij over het algemeen hun investeringsuitgaven verhogen. En als huishoudens een hoger reëel inkomen verwachten ten gevolge van hogere verwachte arbeidsproductiviteit, dan zullen de consumptie-uitgaven stijgen. Om deze reden bestaat er normaliter verband tussen een verbetering van het consumenten- en producentenvertrouwen en een stijging van de totale vraag.

Wat betreft de invloed van monetair beleid, kunnen we opmerken dat een stijging van de geldhoeveelheid en de daaraan verbonden lagere reële rente leiden tot een stijging van de totale vraag, zo de vraagcurve naar rechts verschuivend.<sup>10</sup> Wanneer deze variabelen echter in de tegenovergestelde richting veranderen, dan zal de

# PRIJSONTWIKKELING BEPALEN

# 4

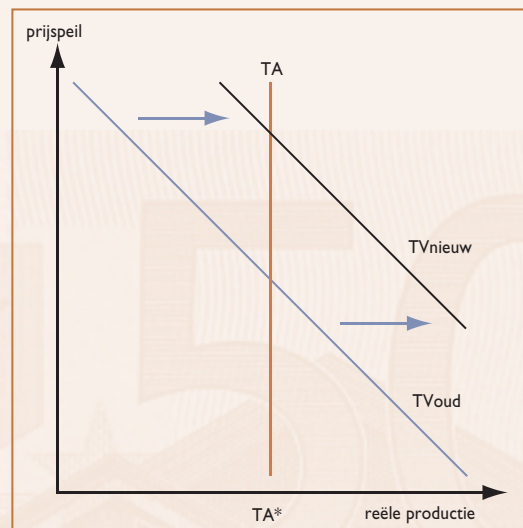
totale vraag afnemen (d.w.z. **TV** zal naar links verschuiven).

Wat betreft het totale aanbod, kunnen we zien dat stijgingen van de prijzen van productiefactoren, zoals de lonen, of stijgingen van de olieprijs zullen leiden tot een verschuiving van het totale aanbod naar links. Anderzijds is het zo dat technologische vooruitgang of productiviteitsstijgingen het totale aanbod naar rechts zullen doen verschuiven, aangezien dit meer productie tegen dezelfde kosten met een bepaalde hoeveelheid arbeidsinzet mogelijk maakt.

Deze analyse laat zien dat veranderingen in het algemene prijspeil veroorzaakt kunnen worden door verschuivingen in ofwel de aanbodcurve ofwel de vraagcurve, ofwel in beide. Wanneer, bijvoorbeeld, alle andere factoren stabiel blijven, zal een daling van het totale aanbod (d.w.z. een verschuiving van **TA** naar links) vergezeld gaan van een kortetermijndaling van de reële productie en een stijging van de prijzen, terwijl een stijging van de vraag (d.w.z. een verschuiving van **TV** naar rechts) tot uitdrukking zal komen in een hogere korte-termijn reële bedrijvigheid en hogere prijzen.

Het langetermijnmodel laat zien dat het beloop van de totale vraag van cruciaal belang is voor het op de lange termijn bepalen van het algemene prijspeil in een economie. Wanneer de totale-aanbodcurve verticaal is, zullen veranderingen in de totale vraag van invloed zijn op de prijzen maar niet op de productie. Wanneer, bijvoorbeeld, de geldhoeveelheid zou stijgen, dan zou de totale-vraagcurve naar rechts verschuiven en dan zou de economie op die manier, op de lange termijn, verschuiven naar een nieuw evenwicht waarbij de reële productie hetzelfde is gebleven maar de prijzen zijn gestegen.

**GRAFIEK 3: VERSCHUIVINGEN IN DE TOTALE VRAAG EN HET LANGETERMIJN TOTALE AANBOD**



We hebben inflatie gedefinieerd als een algemene of breed gefundeerde stijging van de prijzen van goederen en diensten. Een inflatieproces kan derhalve alleen maar worden veroorzaakt door een aanhoudende stijging van de totale vraag gedurende een bepaalde periode. Dit is op zijn beurt alleen maar mogelijk wanneer het monetaire beleid een dergelijke ontwikkeling toelaat door de rente laag en de geldgroei hoog te houden.

10 Economen drukken een daling van de geldvraag vaak uit in termen van een stijging van de omloopsnelheid van geld. Deze laatste variabele kan worden gedefinieerd als de snelheid waarmee geld tussen verschillende geldbezitters wordt overgedragen en die dus bepaalt hoeveel geld nodig is voor een bepaald transactieniveau. Deze twee verschijnselen moeten feitelijk worden gezien als de twee zijden van dezelfde munt. Wanneer mensen minder geld willen vasthouden, zal de aanwezige geldvoorraad, bij een constante geldhoeveelheid, vaker van eigenaar moeten wisselen en zo meer moeten circuleren. Dit staat gelijk aan een hogere omloopsnelheid van geld. In latere paragrafen komen we hierop terug.

# FACTOREN DIE DE

rente leidt derhalve over het algemeen tot een daling van de consumptie van dat moment en tot een stijging van de besparingen. Vanuit het oogpunt van een bedrijf gezien zal een hogere reële rente, ervan uitgaande dat alle andere variabelen ongewijzigd blijven, investeringen onaantrekkelijker maken omdat minder van de beschikbare investeringsprojecten een rendement zullen opleveren dat voldoende is om de hogere kosten van het kapitaal te dekken.

Samenvattend kunnen we zeggen dat een stijging van de rente consumptie op dat moment minder wenselijk maakt voor huishoudens en investeringen op dat moment minder aantrekkelijk voor bedrijven. De gevolgen voor individuele huishoudens en bedrijven laten zien dat een stijging van de reële rente die door monetair beleid wordt veroorzaakt zal leiden tot een vermindering van de vigerende uitgaven in de economie als geheel (indien de andere variabelen constant blijven). Economen zeggen dan dat een dergelijke beleidswijziging de oorzaak is van een daling van de totale vraag, en dus wordt deze beleidswijziging vaak omschreven als een “verkrapping” van monetair beleid.

Het is hierbij belangrijk te begrijpen dat er in dit proces vertragingen optreden. Het kan gemakkelijk maanden duren voordat bedrijven een nieuw investeringsplan hebben ingevoerd; investeringen in verband met de bouw van nieuwe fabrieken of de bestelling van speciale apparatuur kunnen zelfs jaren in beslag nemen. Bij investeringen in woningen duurt het eveneens enige tijd voordat deze reageren op veranderingen in de rente. Ook zullen veel consumenten niet meteen hun consumptieplannen veranderen in reactie op een verandering in de rente.

Men is het er over het algemeen wel over eens dat het algehele transmissieproces van monetair beleid enige

tijd duurt. Monetair beleid kan, derhalve, niet de totale vraag naar goederen en diensten op de korte termijn beheersen. Anders gezegd: er treedt een aanzienlijke vertraging op tussen een verandering in monetair beleid en het effect daarvan op de economie.

## 4.4 FACTOREN DIE DE PRIJSONTWIKKELING OP DE KORTERE TERMIJN BEPALEN

Hieronder zullen we kijken naar enkele factoren die de prijsontwikkeling op de korte termijn bepalen. Zoals al gedetailleerder uitgelegd in Kader 4.2, kan inflatie (d.w.z. een aanhoudende stijging van het prijspeil) worden veroorzaakt op één of twee manieren. In het algemeen zullen de prijzen stijgen wanneer, gemiddeld, ofwel de totale vraag stijgt of wanneer het aanbod daalt. Of om het op een enigszins andere manier te zeggen: inflatoire druk kan ontstaan als zich veranderingen voordoen (economen spreken vaak van “schokken” als er onverwachte veranderingen optreden in de economische ontwikkelingen) die consumenten hun uitgaven doen verhogen of bedrijven ertoe doen besluiten hun productie te verminderen. In het eerste geval, d.w.z. de vraag neemt toe en dit resulteert in inflatie, spreekt men in de economische literatuur vaak van “demand-pull-inflatie”. In het tweede geval, d.w.z. de kosten stijgen en dit maakt dat het aanbod vermindert, en dit resulteert eveneens in inflatie, spreekt men vaak van “cost-push-inflatie”. Het tegenovergestelde, d.w.z. deflatoire druk, treedt op wanneer de totale vraag afneemt of het totale aanbod stijgt. In het algemeen moet monetair beleid vaak op zulke ontwikkelingen reageren om de prijsstabiliteit te waarborgen. Bij inflatoire druk, zou de centrale bank normaliter de (reële) rente verhogen om te voorkomen dat deze druk zich vertaalt in hardnekkiger afwijkingen van prijsstabiliteit.

# PRIJSONTWIKKELING BEPALEN

# 4



Stijgingen van de externe vraag naar exportproducten kunnen van invloed zijn op de vigerende consumptie en investeringen.

Prijsstijgingen die optreden als gevolg van een stijging van de totale vraag kunnen voortvloeien uit individuele factoren die de totale vraag doen toenemen, maar de belangrijkste van deze factoren zijn, naast monetair beleid (stijgingen van de geldhoeveelheid), stijgingen in de aankopen van de overheid, depreciatie van de wisselkoers en toegenomen vraagdruk voor binnenlandse goederen vanuit de rest van de wereld (uitvoer). Veranderingen in de totale vraag kunnen eveneens worden veroorzaakt door gestegen vertrouwen. Zo is het, bijvoorbeeld, waarschijnlijk dat bedrijven meer zullen investeren wanneer in de toekomst hogere winsten kunnen worden verwacht. Veranderingen in de totale vraag zullen normaliter het prijspeil en (tijdelijk) de totale productie doen stijgen (zie Kader 4.2).

Wat zijn nu precies de factoren die leiden tot een daling van het totale aanbod en op die manier tot hogere prijzen op de korte termijn? De voornaamste bronnen van een afnemend totaal aanbod zijn dalingen van de productiviteit, stijgingen van de productiekosten (bijvoorbeeld stijgingen van de reële lonen en van de prijzen van grondstoffen, met name olie), en hogere door de overheid opgelegde belastingen voor het bedrijfsleven. Als alle andere factoren hetzelfde blijven, is het zo dat hoe hoger de productiekosten, des te kleiner is de hoeveelheid die tegen dezelfde prijs wordt geproduceerd.

Om een gegeven prijspeil te behouden worden, wanneer de lonen of de kosten van grondstoffen zoals olie stijgen, bedrijven gedwongen het aantal mensen dat bij hen werkt te verminderen en de productie te verlagen. Als dit het gevolg is van effecten aan de aanbodzijde, wordt de daaruit voortvloeiende inflatie vaak omschreven als “‘cost-push’-inflatie”.

Verskillende omstandigheden kunnen leiden tot een stijging van de prijzen van inputs, bijvoorbeeld wanneer het aanbod van grondstoffen zoals olie niet aan de verwachtingen voldoet, of wanneer de mondiale vraag naar grondstoffen stijgt. Stijgingen van de reële lonen (wanneer daar geen gestegen productiviteit tegenover staat) zullen eveneens leiden tot een daling van het totale aanbod en tot lagere werkgelegenheid. Zulke loonstijgingen kunnen voortkomen uit een daling van het arbeidsaanbod, die op zijn beurt veroorzaakt kan zijn door overheidswetgeving die het effect heeft de stimulansen om te werken te verminderen (bijvoorbeeld hogere belasting op inkomen uit arbeid). Een toename van de macht van vakbonden kan eveneens resulteren in hogere reële lonen.

Wanneer de hierboven beschreven factoren in de tegenovergestelde richting werken, zien we een stijging van het totale aanbod. Zo zal, wederom wanneer alle factoren gelijk blijven, een stijging van de productiviteit (bijvoorbeeld dankzij nieuwe technologieën) op de korte termijn leiden tot lagere prijzen en hogere werkgelegenheid aangezien het lonender wordt tegen een bepaald loon arbeid in te huren. Als de stijging van de reële lonen gelijke tred zou houden met de productiviteit, dan zou de werkgelegenheid onveranderd blijven.

## De rol van de verwachte inflatie

Wanneer bedrijven en werknemers onderhandelen over de lonen en wanneer bedrijven hun prijzen vaststellen, laten zij vaak meewegen wat het niveau van de inflatie in de voor hen liggende periode (bijvoorbeeld het volgende jaar) zal zijn. De verwachte inflatie speelt een belangrijke rol bij lopende loonakkoorden aangezien toekomstige prijsstijgingen de hoeveelheid goederen en diensten die met een bepaald nominaal loon kunnen worden

# FACTOREN DIE DE

gekocht zullen verminderen. En dus kunnen, wanneer een hoge inflatie wordt verwacht, werknemers tijdens loononderhandelingsrondes een hogere nominale-loonstijging eisen. De kosten van bedrijven stijgen wanneer loonakkoorden op deze verwachtingen worden gebaseerd en deze kosten zouden kunnen worden doorberekend aan consumenten in de vorm van hogere prijzen. Een soortgelijk scenario kan worden geschetst voor de prijsvorming door bedrijven. Aangezien veel individuele prijzen voor een bepaalde periode (bijvoorbeeld voor een maand of een jaar; zie Kader 4.1) ongewijzigd blijven, zouden bedrijven die van plan zijn een nieuwe prijslijst te publiceren hun individuele prijzen met onmiddellijke ingang kunnen verhogen als zij uitgaan van stijgingen van het algemene prijspeil of van de lonen in de toekomst. Dus: als mensen in de toekomst inflatie verwachten, kan hun handelen al vandaag een stijging van de inflatie veroorzaken. Dit is nog een reden waarom het zeer belangrijk is voor monetair beleid om geloofwaardig te zijn bij het doel van het handhaven van prijsstabiliteit – om zo de langeretermijninflatieverwachtingen te stabiliseren op een laag niveau in overeenstemming met prijsstabiliteit.

Alles samen genomen kan een verscheidenheid aan factoren en schokken van invloed zijn op het prijspeil op de korte termijn, bijvoorbeeld ontwikkelingen in de totale vraag en de verschillende componenten daarvan, met inbegrip van ontwikkelingen in het begrotingsbeleid. Andere veranderingen zouden te maken kunnen hebben met veranderingen in de prijzen van inputs, in kosten en productiviteit, in de ontwikkelingen in de wisselkoers en in de wereldeconomie. Al deze factoren zouden van invloed kunnen zijn op de reële bedrijvigheid en de prijzen gedurende een kortere periode. Maar is dit ook het geval bij langere perioden?

Hiermee komen we op een ander belangrijk onderscheid in de economische theorie. Economen maken gewoonlijk een onderscheid tussen de korte termijn en de lange termijn (zie ook Kader 4.2).

## 4.5 FACTOREN DIE DE PRIJSONTWIKKELING OP DE LANGERE TERMIJN BEPALEN

Wat is het relatieve belang van deze factoren voor de inflatie op de langere termijn? Of met andere woorden: zijn zij allemaal even belangrijk met betrekking tot de trends van inflatie? Het antwoord is een duidelijk “neen”. We zullen zien dat monetair beleid op dit vlak een belangrijke rol speelt.

Zoals ook al vermeld in eerdere paragrafen, zit er een periode van ongeveer één tot drie jaar tussen veranderingen in monetair beleid en de invloed daarvan op de prijzen. Dit betekent dat monetair beleid niet kan voorkomen dat onverwachte reële economische ontwikkelingen of schokken op de korte termijn enige invloed hebben op de inflatie. Er bestaat echter grote consensus onder economen dat op de langere termijn monetair beleid de prijsontwikkeling kan beheersen en op die manier ook de “trend” van de inflatie, d.w.z. de verandering van het prijspeil wanneer de economie de kortetermijnverstoringen volledig heeft geabsorbeerd.

Op de lange termijn zijn de prijzen flexibel en kunnen zij zich volledig aanpassen aan veranderingen in het aanbod en de vraag. Op de korte termijn zijn echter veel individuele prijzen “star” en zullen deze gedurende enige tijd op hun niveau van dat moment blijven (zie Kader 4.1).

Op welke wijze is dit onderscheid van invloed op onze resultaten? Zonder al te veel in details te treden kan worden gesteld dat de productie niet

# PRIJSONTWIKKELING BEPALEN

# 4

afhankelijk is van het prijspeil op de lange termijn. De hoeveelheid productie wordt bepaald door de gegeven kapitaalvoorraad, door de beschikbare arbeidskrachten en de kwaliteit van die arbeidskrachten, door structureel beleid dat van invloed is op de stimulansen om te werken en te investeren, en door technologische ontwikkelingen op het terrein van de productie. Met andere woorden: het langetermijnniveau van de productie

hangt af van een aantal reële of aanbodsfactoren. Deze factoren bepalen de exacte positie van de totale-aanbodcurve.

De andere curve die de staat van evenwicht van de economie bepaalt is de totale-vraagcurve. Zoals we hebben gezien, kan een aantal factoren leiden tot stijgingen van de totale vraag, en wel stijgingen van de overheidsuitgaven, van de externe vraag naar

## KADER 4.3 DE KWANTITEITSTHEORIE VAN GELD

Volgens een identiteit die algemeen bekend staat als de kwantiteitsvergelijking, is de verandering in de geldvoorraad ( $\Delta M$ ) in een economie gelijk aan de verandering in de nominale transacties (benaderd door de verandering in de reële bedrijvigheid ( $\Delta YR$ ) plus de verandering in het prijspeil ( $\Delta P$ )), minus de verandering in de omloopsnelheid ( $\Delta V$ ). Deze laatste variabele kan worden gedefinieerd als de snelheid waarmee geld tussen verschillende geldbezitters wordt overgedragen en die dus bepaalt hoeveel geld nodig is om te voldoen aan een bepaald niveau van nominale transacties<sup>11</sup>. In het kort weergegeven:

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

Deze relatie is een zogenoemde identiteit, d.w.z. een relatie die duidelijk niet kan worden gefalsificeerd, en zegt daarom niets over causaliteit. Een gevoel van causaliteit kan alleen worden verkregen indien rekening wordt gehouden met verdere aannames ten aanzien van de determinanten van de variabelen. Met name de volgende twee aannames maken het mogelijk de kwantiteitsvergelijking om te zetten in de kwantiteitstheorie. Ten eerste kan, op de lange

termijn, de productie worden gezien als wordende bepaald door reële factoren, zoals de productieve mogelijkheden van de gemeenschap en haar smaak en voorkeuren. Ten tweede wordt, op de lange termijn, de omloopsnelheid gezien als wordende bepaald door betalingspraktijken, financiële en economische regelingen voor het uitvoeren van transacties en de kosten van en rendementen op het aanhouden van geld in plaats van andere activa. Hieruit volgt dat er op de lange termijn verband bestaat tussen de omvang van de geldhoeveelheid – die wordt bepaald door de door de monetaire autoriteiten genomen beslissingen – en het prijspeil. Anders gezegd: op de langere termijn wordt het prijspeil direct bepaald door veranderingen in de geldhoeveelheid en is het beloop ervan evenredig aan deze laatste.

Eén implicatie hiervan is dat de instelling die de geldhoeveelheid bepaalt, namelijk de centrale bank, uiteindelijk verantwoordelijk is voor de langeretermijntrends van de inflatie.

<sup>11</sup> Dit weerspiegelt het feit dat de linkerzijde van de vergelijking de gebruikte hoeveelheid geld weergeeft, terwijl de rechterzijde de waarde van de transactie weergeeft.





uitvoer, en verbeterde verwachtingen van de toekomstige ontwikkeling van de productie die van invloed kunnen zijn op de vigerende consumptie en investeringen. Het is echter duidelijk dat, hoewel veel van deze factoren zelfs gedurende lange tijd kunnen toenemen, een aanhoudende stijging van het algemene prijspeil op de lange termijn alleen kan worden gestuurd door een langdurig en aanhoudend expansief monetair beleid. Dit punt wordt vaak naar voren gebracht onder verwijzing naar de beroemde uitspraak dat “inflatie altijd en overal een monetair verschijnsel” is. En inderdaad hebben een aantal empirische studies bewijs voor deze hypothese geleverd. De uiteindelijke oorzaak van een inflatoir proces op de langere termijn is daarom een

aanhoudende stijging van de geldhoeveelheid die gelijk staat aan een aanhoudend expansief monetair beleid. Vanuit een langeretermijnperspectief bepalen dus monetairebeleidsacties of de inflatie zal stijgen of laag zal blijven. Anders gezegd, een centrale bank die de geldhoeveelheid en de korte rente beheerst, beheerst uiteindelijk het inflatiecijfer over langere perioden. Als de centrale bank de korte rente te laag houdt en de geldhoeveelheid te veel laat groeien, zal het prijspeil uiteindelijk ook stijgen. Dit basisresultaat wordt geïllustreerd door het fundamentele economische begrip dat gedetailleerder de relatie tussen geld en de prijzen weergeeft, namelijk de kwantiteitstheorie van geld (zie Kader 4.3 hieronder).

# HET MONETAIRE BELEID VAN DE ECB

# 5.



Dit hoofdstuk biedt gedetailleerde informatie bij het beantwoorden van vragen als: Hoe is de **EMU** totstandgekomen?, Welk orgaan is verantwoordelijk voor het gemeenschappelijke monetaire beleid in het eurogebied?, Wat is het hoofddoel van het Eurosysteem?, en Hoe tracht het Eurosysteem haar mandaat te verwezenlijken?

**5.1** geeft een kort historisch overzicht.

**5.2** gaat nader in op het institutionele kader.

**5.3** richt zich op de monetairebeleidsstrategie van de ECB.

**5.4** geeft enig inzicht in het operationele kader van het Eurosysteem.



- 5.1 Een kort historisch overzicht
- 5.2 Het institutionele kader
- 5.3 De monetairebeleidsstrategie van de ECB
- 5.4 Overzicht van het operationele kader van het Eurosysteem

## 5.1 EEN KORT HISTORISCH OVERZICHT

### Geschiedenis – de drie fasen van de Economische en Monetaire Unie

Het idee dat Europa één enkel, uniform en stabiel monetair systeem zou moeten hebben, werd reeds lang geleden geopperd (zie Kader 5.1). Na een mislukte poging begin jaren zeventig, kwam in juni 1988 de beslissende impuls tot het integratieproces, toen de Europese Raad de doelstelling herbevestigde om geleidelijk een economische en monetaire unie te verwezenlijken. Een comité onder voorzitterschap van Jacques Delors, de toenmalige voorzitter van de Europese Commissie, werd opgericht om onderzoek te doen naar en voorstellen te formuleren voor concrete stappen die naar deze unie zouden moeten leiden. In het in april 1989 door het comité gepresenteerde rapport (het zogeheten “Delors-rapport”) werd geadviseerd de Economische en Monetaire Unie (EMU) in drie afzonderlijke maar evolutionaire stappen in te voeren.

### De eerste fase van de EMU

Op basis van het Delors-rapport besloot de Europese Raad in juni 1989 dat de eerste fase van de EMU op 1 juli 1990 zou moeten beginnen. Tegelijkertijd kreeg het Comité van Presidenten van de centrale banken van de lidstaten van de Europese Economische Gemeenschap, dat sinds zijn oprichting in mei 1964 een steeds belangrijker rol had gespeeld in de monetaire samenwerking, additionele verantwoordelijkheden toebedeeld.

Voor het realiseren van de tweede en de derde fase bleek het nodig het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap (het zogeheten „Verdrag van Rome“) te wijzigen, teneinde de vereiste institutionele structuur te creëren. Daartoe werd een Intergouvernementele Conferentie over de EMU bijeengeroepen, die in 1991 werd gehouden tegelijkertijd met de Intergouvernementele Conferentie over de politieke eenwording. Het Comité van Presidenten legde de ontwerpstatuten van het ESCB en van de ECB voor aan de Intergouvernementele Conferentie. De besprekingen resulteerden in het Verdrag betreffende de Europese Unie, dat in december 1991 werd overeengekomen en op 7 februari 1992 in Maastricht werd ondertekend. Door vertragingen bij de ratificatie trad het Verdrag echter pas op 1 november 1993 in werking.

# BELEID VAN DE ECB

# 5

## KADER 5.1: DE WEG NAAR DE GEMEENSCHAPPELIJKE MUNTEENHEID, DE EURO

- 1962** De Europese Commissie doet zijn eerste voorstel (Marjolin-Memorandum) voor een economische en monetaire unie.
- Mei **1964** Er wordt een Comité van Presidenten van de centrale banken van de lidstaten van de Europese Economische Gemeenschap (EEG) gevormd ter institutionalisering van de samenwerking tussen de centrale banken van de EEG.
- 1970** Het Werner-rapport stippelt een plan uit om uiterlijk 1980 een economische en monetaire unie in de Gemeenschap te verwezenlijken.
- April **1972** Er wordt een stelsel ingevoerd (de zogeheten "slang") gericht op het geleidelijk verkleinen van de fluctuatiemarges tussen de valuta's van de lidstaten van de Europese Economische Gemeenschap.
- April **1973** Het European Monetary Cooperation Fund (EMCF) wordt opgezet teneinde een goede werking van de "slang" te waarborgen.
- Maart **1979** Het Europees Monetair Stelsel (EMS) wordt opgericht.
- Feb. **1986** De Europese Akte wordt ondertekend.
- Juni **1988** De Europese Raad mandateert een comité van deskundigen onder voorzitterschap van Jacques Delors (het "Comité Delors") voorstellen te formuleren voor het realiseren van de EMU.
- Mei **1989** Het "Delors-rapport" wordt aangeboden aan de Europese Raad.
- Juni De Europese Raad stemt in met het realiseren van de EMU in drie fases.
- Juli **1990** De eerste fase van de EMU begint.
- December Een Intergouvernementele Conferentie gaat van start ter voorbereiding van de tweede en derde fase van de EMU.
- Feb. **1992** Het Verdrag betreffende de Europese Unie (het "Verdrag van Maastricht") wordt ondertekend.
- Oct. **1993** Frankfurt am Main wordt gekozen als de vestigingsplaats van het Europees Monetair Instituut (EMI) en van de ECB, en er wordt een President van het EMI benoemd.
- November Het Verdrag betreffende de Europese Unie treedt in werking.
- December Alexandre Lamfalussy wordt benoemd tot President van het op 1 januari 1994 op te richten EMI.
- Jan. **1994** De tweede fase van de EMU gaat van start en het EMI wordt opgericht.
- Dec. **1995** De Europese Raad van Madrid neemt een besluit over de naam van de gemeenschappelijke munt en stippelt het scenario uit voor de invoering van de munt en de overgang op de chartale euro.
- Dec. **1996** Het EMI presenteert proefdrukbiljetten aan de Europese Raad.
- Juni **1997** De Europese Raad stemt in met het "Pact voor Stabiliteit en Groei".
- Mei **1998** België, Duitsland, Spanje, Frankrijk, Ierland, Italië, Luxemburg, Nederland, Oostenrijk, Portugal en Finland voldoen aan de noodzakelijke voorwaarden voor invoering van de euro als hun gemeenschappelijke munt; de leden van de Directie van de ECB worden benoemd.
- Juni De ECB en het ESCB worden opgericht.
- Oct. De ECB maakt de strategie en het operationele kader voor het gemeenschappelijke monetaire beleid dat zij vanaf januari 1999 zal voeren, bekend.
- Jan. **1999** De derde fase van de EMU gaat van start; de euro wordt de gemeenschappelijke munt van het eurogebied; voor de oude nationale munteenheden van de deelnemende lidstaten worden de omrekeningskoersen onherroepelijk vastgelegd; voor het eurogebied wordt een gemeenschappelijk monetair beleid gevoerd.
- Jan. **2001** Griekenland treedt als 12<sup>de</sup> lidstaat toe tot het eurogebied.
- Jan. **2002** De overgang op de chartale euro: de eurobankbiljetten en euromunten worden ingevoerd en worden vanaf eind februari 2002 het enige wettige betaalmiddel in het eurogebied.
- Mei **2004** De nationale centrale banken van de tien nieuwe EU-lidstaten treden toe tot het ESCB.
- Jan. **2007** Met Bulgarije en Roemenië komt het totale aantal EU-lidstaten op 27; zij worden tegelijkertijd lid van het ESCB. Slovenië is als dertiende lidstaat toegetreden tot het eurogebied.
- Jan. **2008** Cyprus en Malta treden toe tot het eurogebied en brengen daarmee het aantal lidstaten op 15.
- Jan. **2009** Met de toetreding van Slowakije tot het eurogebied komt het aantal lidstaten op zestien.
- Jan. **2011** Met de toetreding van Estland tot het eurogebied komt het aantal lidstaten op 17.



In december 1996 werd de uitgekozen ontwerpserie voor de euro-bankbiljetten gepresenteerd.

## **De tweede fase van de EMU: de oprichting van het EMI en de ECB**

De oprichting van het Europees Monetair Instituut (EMI) op 1 januari 1994 markeerde het begin van de tweede fase van de EMU en het Comité van Presidenten hield daarmee op te bestaan. Het tijdelijke bestaan van het EMI was tevens een weerspiegeling van de stand van monetaire integratie binnen de Gemeenschap: het EMI droeg geen verantwoordelijkheid voor het voeren van het monetaire beleid in de Europese Unie – deze bleef voorbehouden aan de nationale autoriteiten – noch had het de bevoegdheid interventies op de valutamarkt te verrichten.

De twee belangrijkste taken van het EMI waren ten eerste het versterken van de samenwerking tussen de centrale banken en de coördinatie van monetair beleid, en ten tweede het treffen van de vereiste voorbereidingen voor de oprichting van het Europees Stelsel van Centrale Bank (ESCB), voor het voeren van een gemeenschappelijk monetair beleid, en voor de invoering van een gemeenschappelijke munt in de derde fase.

In december 1995 besloot de Europese Raad in Madrid de aan het begin van de derde fase in te voeren Europese munteenheid “euro” te noemen, en bevestigde dat de derde fase van de EMU op 1 januari 1999 zou beginnen. Van te voren werd een chronologische volgorde van gebeurtenissen aangegeven voor de overgang op de euro. Dit scenario was hoofdzakelijk gebaseerd op door het EMI uitgewerkte gedetailleerde voorstellen. Tegelijkertijd kreeg het EMI de taak voorbereidende werkzaamheden te verrichten betreffende de toekomstige monetaire- en wisselkoersverhoudingen tussen het eurogebied en de overige EU-landen. In

december 1996 presenteerde het EMI zijn rapport aan de Europese Raad. Het vormde de basis voor een Resolutie van de Europese Raad inzake de beginselen en fundamentele elementen van het nieuwe wisselkoersmechanisme (ERM II), die in juni 1997 werd aangenomen.

In december 1996 presenteerde het EMI aan de Europese Raad, en vervolgens aan het publiek, de geselecteerde ontwerpreeks voor de op 1 januari 2002 in omloop te brengen eurobankbiljetten.

Ter aanvulling op en ter uitwerking van de verdragsbepalingen inzake de EMU, gaf de Europese Raad in juni 1997 zijn goedkeuring aan het Pact voor Stabiliteit en Groei, dat tot doel heeft de begrotingsdiscipline met betrekking tot de EMU te waarborgen. Het Pact werd vervolgens aangevuld, en de betreffende verplichtingen versterkt, door een Verklaring van de Raad in mei 1998.

Op 2 mei 1998 besloot de Raad van de Europese Unie – in de samenstelling van de staatshoofden en regeringsleiders – unaniem dat 11 lidstaten (België, Duitsland, Spanje, Frankrijk, Ierland, Italië, Luxemburg, Nederland, Oostenrijk, Portugal en Finland) aan de vereisten voor invoering van de gemeenschappelijke munt op 1 januari 1999 hadden voldaan.

Tegelijkertijd zijn de Ministers van Financiën van de lidstaten die de euro hebben ingevoerd met de presidenten van de nationale centrale banken van deze lidstaten, de Europese Commissie en het EMI overeengekomen dat de bilaterale spilkoersen binnen het ERM van de valuta's van de deelnemende lidstaten zouden worden gebruikt bij het bepalen van de onherroepelijke omrekeningskoersen voor de euro.

# BELEID VAN DE ECB

# 5



Op 25 mei 1998 kozen de regeringen van de 11 deelnemende lidstaten de President, de Vice-President en de vier overige leden van de Directie van de ECB. De benoemingen werden per 1 juni 1998 van kracht en markeerden de oprichting van de ECB.

Met de oprichting van de ECB op 1 juni 1998 had het EMI zijn taak volbracht. Overeenkomstig artikel 123 van het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap, ging het EMI bij de oprichting van de ECB in liquidatie. Alle aan het EMI toevertrouwde voorbereidende werkzaamheden werden tijdig afgerond en de rest van 1998 werd door de ECB gebruikt voor het eindtesten van systemen en procedures.

## **De derde fase van de EMU, de onherroepelijke vaststelling van de wisselkoersen**

Op 1 januari 1999 begon de derde en laatste fase van de EMU met de onherroepelijke vaststelling van de wisselkoersen van de valuta's van de aanvankelijk 11 aan de Monetaire Unie deelnemende lidstaten, en met het voeren van een gemeenschappelijk monetair beleid onder de verantwoordelijkheid van de ECB.

Op 1 januari 2001, toen Griekenland begon aan de derde fase van de EMU, steeg het aantal deelnemende lidstaten naar 12. De deelname van Griekenland volgde op een op 19 juni 2000 door de Raad van de EU genomen besluit waarin werd bevestigd dat Griekenland voldeed aan de convergentiecriteria. In januari 2007, toen Slovenië toetrad tot het eurogebied, steeg het aantal deelnemende lidstaten naar 13. Na het besluit door de Raad van de EU van 10 juli 2007 om de derogatiestatus van Cyprus en Malta in te trekken, traden Cyprus en Malta op 1 januari 2008 toe tot het eurogebied. Nadat de Raad van de EU op 8 juli 2008 had besloten dat Slowakije aan de convergentiecriteria voldeed, is Slowakije op 1 januari 2009 als zestiende lidstaat van de EU tot het eurogebied toegetreden. Op 1

januari 2011 is Estland, nadat de Raad van de EU had besloten dat het aan de convergentiecriteria voldeed, als zeventiende lidstaat toegetreden tot het eurogebied.

## **5.2 HET INSTITUTIONELE KADER**

### **Het Europees Stelsel van Centrale Banken**

De ECB is op 1 juni 1998 opgericht en is daarmee een van 's werelds jongste centrale banken. Zij heeft echter de geloofwaardigheid en deskundigheid meegekregen van alle nationale centrale banken van het eurogebied, die samen met de ECB verantwoordelijk zijn voor de uitvoering van het monetaire beleid van het eurogebied.

Het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap vormt de wettelijke basis voor de ECB en het Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB). Volgens dit Verdrag bestaat het ESCB uit de ECB en de nationale centrale banken van alle EU-lidstaten (27 sinds 1 januari 2007). De Statuten van het ESCB en van de ECB zijn als protocol aan het Verdrag toegevoegd.

### **Mandaat van het ESCB**

Overeenkomstig het Verdrag is het hoofddoel van het ESCB het handhaven van prijsstabiliteit en, onverminderd deze doelstelling, het ondersteunen van het algemene economische beleid in de Gemeenschap teneinde bij te dragen tot de verwezenlijking van de in artikel 2 omschreven doelstellingen van de Gemeenschap. 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, 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.

## Het Eurosysteem

De nationale centrale banken in het eurogebied en de ECB vormen samen het Eurosysteem. Deze term werd door de Raad van Bestuur gekozen om het systeem te beschrijven door middel waarvan het ESCB zijn taken binnen het eurogebied verricht. Zolang er EU-lidstaten zijn die de euro nog niet hebben ingevoerd, blijft het noodzakelijk dit

onderscheid tussen het Eurosysteem en het ESCB te maken. De nationale centrale banken van de EU-lidstaten die de euro niet hebben ingevoerd zijn niet betrokken bij de besluitvorming met betrekking tot het gemeenschappelijke monetaire beleid van het eurogebied en blijven hun eigen nationale munteenheid houden en hun eigen monetaire beleid voeren. Een land dat lid is van de EU kan in een later stadium de euro invoeren, maar alleen zodra het aan de convergentiecriteria heeft voldaan (zie Kader 5.2 voor een gedetailleerdere beschrijving).

## KADER 5.2 DE CONVERGENTIECRITERIA

De voorwaarden voor invoering van de euro zijn neergelegd in artikel 121 van het Verdrag en het aan het Verdrag gehechte Protocol betreffende de convergentiecriteria zoals vermeld in artikel 121. Om te beoordelen of een lidstaat een hoge mate van duurzame convergentie heeft bereikt, worden er vier criteria toegepast: prijsstabiliteit, een gezonde begrotingspositie, stabiele wisselkoersen en convergerende rentetarieven.

Het eerste streepje van artikel 121, lid 1, van het Verdrag vereist “het bereiken van een hoge mate van prijsstabiliteit” en bepaalt dat “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”. Verder bepaalt artikel 1 van het Protocol dat het criterium van prijsstabiliteit betekent dat “een lidstaat een houdbare prijsontwikkeling heeft en een gemiddeld inflatiepercentage dat, gemeten over een

periode van één jaar vóór het onderzoek, niet meer dan 1/2 procentpunt hoger ligt dan dat van ten hoogste de drie lidstaten die op het gebied van prijsstabiliteit het best presteren. De inflatie wordt gemeten op basis van de geharmoniseerde consumptieprijsindex, rekening houdend met verschillen in de nationale definities”.

Het tweede streepje van artikel 121, lid 1, van het Verdrag vereist “het houdbare karakter van de situatie van de overheidsfinanciën” en bepaalt dat “dit blijkt uit een begrotingssituatie van de overheid zonder een buitensporig tekort als bedoeld in artikel 104, lid 6”. Verder bepaalt artikel 2 van het Protocol dat dit criterium “(...) betekent dat ten tijde van het onderzoek de lidstaat niet onderhevig is aan een beslissing van de Raad krachtens artikel 104, lid 6, van het Verdrag dat er sprake is van een buitensporig tekort”.

Krachtens artikel 104, lid 1, van het Verdrag dienen lidstaten buitensporige overheidstekorten te vermijden.

De Commissie beoordeelt of de lidstaten voldoen aan de vereiste van begrotingsdiscipline, met name op basis van de volgende criteria:

“(a) Of de verhouding tussen het begrote of concrete overheidstekort en het bbp een bepaalde referentiewaarde overschrijdt (in het Protocol betreffende de buitensporige tekortprocedure vastgesteld op 3% van het bbp), 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 komt;

(b) Of de verhouding tussen de overheidsschuld en het bruto binnenlands product een bepaalde referentiewaarde overschrijdt (in het Protocol betreffende de buitensporige tekortprocedure vastgesteld op 60% van het bbp), tenzij de verhouding in voldoende mate afneemt en de referentiewaarde in een bevredigend tempo benadert”.

Het derde streepje van artikel 121, lid 1, van het Verdrag vereist “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”. Verder bepaalt artikel 3 van het Protocol dat het criterium deelneming aan het wisselkoersmechanisme van het Europees Monetair Stelsel betekent dat “een lidstaat ten minste gedurende de laatste twee jaren vóór het onderzoek, zonder grote spanningen de normale fluctuatiemarges van het wisselkoersmechanisme heeft kunnen aanhouden. Met name mag de betrokken lidstaat tijdens die periode de bilaterale spilkoers van zijn valuta tegenover die van een andere lidstaat niet op eigen initiatief hebben gedevalueerd”.

Het vierde streepje van artikel 121, lid 1, van het Verdrag vereist “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”. Verder bepaalt artikel 4 van het Protocol dat het criterium van renteconvergentie betekent dat “gemeten over een periode van één jaar vóór het onderzoek, een lidstaat een gemiddelde nominale lange rente heeft gehad die niet meer dan 2 procentpunt hoger ligt dan dat van ten hoogste de drie lidstaten die op het gebied van prijsstabiliteit het best presteren. De rentevoet wordt gemeten op basis van langlopende staatsobligaties of vergelijkbare waardepapieren, rekening houdend met verschillen in de nationale definities”.

Naast deze economische voorwaarden, vereisen de convergentiecriteria tevens dat sprake is van juridische convergentie teneinde er voor te zorgen dat nationale wetgeving, waaronder de statuten van de nationale centrale banken, verenigbaar is met zowel het Verdrag als de Statuten van het ESCB en de ECB. Het Verdrag vereist dat de ECB en de Commissie tenminste om de twee jaar of op verzoek van een lidstaat met een derogatie, verslag uitbrengen aan de Raad van de Europese Unie over de vooruitgang die door de lidstaten is geboekt in het voldoen aan de convergentiecriteria. Op basis van de door de ECB en de Commissie ingediende convergentieverslagen en op basis van een voorstel van de Commissie, kan de Raad, na raadpleging van het Europees Parlement en na bijeen te zijn gekomen in de samenstelling van staatshoofden en regeringsleiders, een besluit nemen of een lidstaat aan de criteria heeft voldaan en aldus zou mogen deelnemen aan het eurogebied. Sinds het begin van de derde fase heeft de ECB diverse convergentieverslagen opgesteld.



## ... en zijn kerntaken ...

De kerntaken van het Eurosysteem zijn:

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

Verdere taken zijn:

- machtiging geven tot uitgifte van bankbiljetten in het eurogebied;
- het geven van advies betreffende communautaire ontwerpbesluiten en ontwerpen van nationale wetgeving;
- het verzamelen van benodigde statistische gegevens, hetzij bij de bevoegde nationale autoriteiten hetzij rechtstreeks bij de economische subjecten;

- bijdragen 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.

## De Raad van Bestuur

De Raad van Bestuur is het hoogste besluitvormende orgaan van de ECB. De Raad omvat de zes leden van de Directie en de Presidenten van de nationale centrale banken van de landen van het eurogebied. Zowel de Raad van Bestuur als de Directie worden voorgezeten door de President van de ECB (zie tevens onderstaande Grafiek).

De belangrijkste taak van de Raad van Bestuur is het formuleren van het monetaire beleid voor het eurogebied. Meer specifiek is de Raad gemachtigd de rentetarieven vast te stellen waartegen kredietinstellingen liquiditeiten (geld) kunnen verkrijgen bij hun centrale bank. Bijgevolg heeft de Raad van Bestuur een indirecte invloed op de rentetarieven in de gehele economie van het eurogebied, met inbegrip van de rentetarieven die kredietinstellingen hun klanten in rekening brengen voor leningen, en de rentes die spaarders krijgen op hun deposito's. De Raad van Bestuur voldoet aan zijn verantwoordelijkheden door richtsnoeren vast te stellen en besluiten te nemen.

## De Directie

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 is verantwoordelijk voor het uitvoeren van het monetaire beleid overeenkomstig de richtsnoeren en besluiten van de Raad van Bestuur en geeft daartoe de nodige instructies aan de

GRAFIEK: DE BESLUITVORMENDE ORGANEN VAN DE ECB



Bron: Europese Centrale Bank (2004), Het monetaire beleid van de ECB, p. 10.

# BELEID VAN DE ECB



nationale centrale banken. Verder bereidt de Directie de vergaderingen van Raad van Bestuur voor en is zij belast met het beheren van de lopende zaken van de ECB.

## De Algemene Raad

Het derde besluitvormende orgaan van de ECB is de Algemene Raad. De Raad bestaat uit de President en de Vice-President van de ECB en de presidenten van alle 27 nationale centrale banken van de lidstaten van de EU. De Algemene Raad draagt geen verantwoordelijkheid voor monetaire-beleidsbeslissingen in het eurogebied. De Raad draagt bij aan de coördinatie van het monetaire beleid van de lidstaten die de euro nog niet hebben ingevoerd en aan de voorbereidingen voor de mogelijke uitbreiding van het eurogebied.

## Onafhankelijkheid

Er zijn goede redenen om de taak van het handhaven van prijsstabiliteit toe te vertrouwen aan een onafhankelijke centrale bank, die niet onderhevig is aan mogelijke politieke druk. Overeenkomstig de bepalingen van het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap, geniet het Eurosysteem volledige onafhankelijkheid bij het uitvoeren van zijn taken: noch de ECB, noch de nationale centrale banken van het Eurosysteem, noch enig lid van hun besluitvormende organen mag instructies vragen of aanvaarden van enig ander orgaan. De instellingen en organen van de Gemeenschap en de regeringen van de lidstaten verplichten zich er toe 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. Bovendien mag het Eurosysteem geen leningen verstrekken aan Gemeenschapsorganen of nationale overheidsinstanties. Dit ter verdere bescherming

tegen politieke inmenging. Het Eurosysteem beschikt over alle instrumenten en bevoegdheden die nodig zijn om een doelmatig monetair beleid te voeren. De leden van de besluitvormende organen van de ECB hebben lange ambtstermijnen en kunnen alleen dan worden ontslagen wanneer sprake is van ernstig tekortschieten of van handelingsonbekwaamheid bij het uitvoeren van hun taken. De ECB heeft haar eigen budget, onafhankelijk van dat van de Europese Gemeenschap. Daarmee blijft het beheer van de ECB afgescheiden van de financiële belangen van de Gemeenschap.

## Kapitaal van de ECB

Het kapitaal van de ECB komt niet van de Europese Gemeenschap. De nationale centrale banken schrijven in op, en storten, het kapitaal van de ECB. Het aandeel van de lidstaat van de nationale centrale bank in het bruto binnenlands product en het bevolkingsaantal van de Europese Unie bepalen het inschrijvingsbedrag van de betreffende nationale centrale bank.

## 5.3 DE MONETAIREBELEIDSSTRATEGIE VAN DE ECB

### ALGEMENE BEGINSELEN

#### Het mandaat en de taak van monetair beleid

Zoals hierboven werd vermeld, kent het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap aan het Eurosysteem de primaire taak toe van het handhaven van prijsstabiliteit in het eurogebied. Meer in het bijzonder bepaalt het Verdrag dat het hoofddoel van het ESCB het handhaven van prijsstabiliteit is.

De opgave waar de ECB zich voor gesteld ziet, kan als volgt worden omschreven: de Raad van Bestuur van de ECB moet de verhoudingen op de geldmarkt, en daarmee het korterenteniveau, zodanig



Het monetaire beleid moet toekomstgericht zijn ...

beïnvloeden dat de prijsstabiliteit op de middellange termijn wordt gehandhaafd. Daarbij is sprake van een grote mate van onzekerheid rond de economische situatie en de vooruitzichten voor prijsstabiliteit. Hieronder staan enkele hoofdkenmerken van een succesvol monetair beleid.

### **Monetair beleid dient de inflatieverwachtingen stevig te verankeren ...**

Ten eerste zou het monetaire beleid aanzienlijk effectiever zijn indien het de inflatieverwachtingen stevig zou verankeren (zie tevens paragraaf 3.3). In dit verband dienen centrale banken hun doelstellingen te specificeren en uit te werken, een consistente en systematische methode te hanteren voor het voeren van monetair beleid, en duidelijk en open te communiceren. Dit zijn kernelementen voor het verkrijgen van een hoge mate van geloofwaardigheid, een noodzakelijke voorwaarde voor het beïnvloeden van verwachtingen van economische partijen.

### **... dient toekomstgeoriënteerd te zijn ...**

Ten tweede, vanwege het feit dat het transmissieproces aan vertragingen onderhevig is (zie Paragraaf 4.3), werken monetairebeleidswijzigingen die nu worden ingevoerd pas na enige kwartalen of zelfs jaren door in de prijzen. Dit betekent dat centrale banken moeten onderzoeken welk beleidsstandpunt 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.

### **... zich te richten op de middellange termijn ...**

Aangezien het monetaire beleid door de vertraagde transmissie niet bij machte is op de korte termijn onvoorziene schokken voor het prijspeil (die bijvoorbeeld veroorzaakt worden door veranderingen in de internationale grondstoffenprijzen of indirecte belastingen) ongedaan te maken, kan enige volatiliteit

van de inflatie op de korte termijn niet voorkomen worden (zie ook Paragraaf 4.4). Daarnaast is er vanwege de complexe aard van het monetairebeleidstransmissieproces altijd een hoge mate van onzekerheid rond de effecten van economische schokken en monetair beleid. Om deze redenen dient het monetaire beleid een middellangetermijneriëntatie te hebben ter voorkoming van buitensporig activisme en het optreden van onnodige volatiliteit in de reële economie.

### **... en breed gefundeerd te zijn ...**

Ten slotte heeft de ECB, net als elke andere centrale bank, 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 monetaire beleid. Een succesvol monetair beleid dient daarom breed gefundeerd te zijn en rekening te houden met alle relevante informatie teneinde de factoren te doorgronden die bepalend zijn voor de economische ontwikkelingen, en dient niet afhankelijk te zijn van één enkel model van de economie.

### **De rol van de strategie: een uitgebreid kader voor monetairebeleidsbeslissingen**

De Raad van Bestuur van de ECB heeft een monetairebeleidsstrategie goedgekeurd en bekend gemaakt om op consistente en systematische wijze monetairebeleidsbeslissingen te nemen. Deze monetairebeleidsstrategie belichaamt de bovengenoemde algemene beginselen teneinde de opgaven waarvoor de centrale bank zich gesteld ziet, het hoofd te bieden. De strategie bestaat uit een uitgebreid kader waarbinnen besluiten omtrent het juiste niveau van de korte rente kunnen worden genomen en aan het publiek kenbaar kunnen worden gemaakt.

# BELEID VAN DE ECB

## De hoofdelementen van de monetairebeleidsstrategie van de ECB

Het eerste element van de monetairebeleidsstrategie van de ECB is een kwantitatieve definitie van het begrip prijsstabiliteit. Daarnaast schept de strategie een kader dat garandeert dat de Raad van Bestuur over alle relevante informatie en analyses beschikt die nodig zijn om op zodanige wijze monetairebeleidsbeslissingen te nemen dat de prijsstabiliteit op de middellange termijn gehandhaafd blijft. De resterende paragrafen van dit hoofdstuk bevatten een gedetailleerde beschrijving van deze elementen.

## DE KWANTITATIEVE DEFINITIE VAN PRIJSSTABILITEIT

### Hoofddoel

Het hoofddoel van het Eurosysteem is het handhaven van prijsstabiliteit in het eurogebied. Zoals hierboven werd vermeld, is het garanderen van stabiele prijzen de belangrijkste bijdrage die door het monetaire beleid kan worden geleverd tot het bereiken van een gunstig economisch klimaat en een hoge participatiegraad. Zowel inflatie als deflatie kan een maatschappij grote economische en sociale schade berokkenen (zie met name Paragraaf 3.3). Onverminderd het doel van prijsstabiliteit ondersteunt het Eurosysteem tevens het algemene economische beleid in de Europese Gemeenschap en handelt het in overeenstemming met de beginselen van een openmarkteconomie, zoals bepaald in het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap.

### De ECB heeft prijsstabiliteit in kwantitatieve termen gedefinieerd

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 wordt gedefinieerd als een jaarlijkse stijging van de Geharmoniseerde Consumptieprijsindex (HICP) voor het eurogebied met minder dan 2%. Prijsstabiliteit moet worden gehandhaafd op de middellange termijn." In 2003 verduidelijkte de Raad van Bestuur verder dat, binnen de definitie, gestreefd wordt naar het handhaven van de inflatie onder maar "dicht bij 2% op de middellange termijn".

### De definitie zorgt voor verankering van de inflatieverwachtingen en draagt bij aan de transparantie van en verantwoording door de ECB

De Raad van Bestuur heeft om een aantal redenen besloten een kwantitatieve definitie van prijsstabiliteit bekend te maken. Door duidelijk te maken hoe de Raad van Bestuur de door het Verdrag opgedragen doelstelling interpreteert draagt de definitie ten eerste bij tot nader begrip van het monetairebeleidskader (omdat het monetaire beleid hierdoor doorzichtiger wordt). Ten tweede verschaft de definitie van prijsstabiliteit een maatstaf aan de hand waarvan het publiek de ECB ter verantwoording kan roepen. In het geval dat de prijsontwikkeling afwijkt van de definitie van prijsstabiliteit, zou de ECB worden gevraagd een verklaring te geven voor dergelijke afwijkingen en uit te leggen hoe zij de prijsstabiliteit denkt te herstellen binnen een aanvaardbare tijdsperiode. Ten slotte biedt de definitie een richtsnoer voor het publiek, dat in staat wordt gesteld haar eigen verwachtingen te vormen met betrekking tot de toekomstige prijsontwikkeling (zie tevens Kader 3.2).



De definitie van prijsstabiliteit biedt burgers een richtsnoer en stelt hen in staat hun eigen verwachtingen over toekomstige prijsontwikkelingen te vormen.

## **Kenmerken van de definitie:**

### **gerichtheid op het eurogebied als geheel**

Met betrekking tot de definitie van prijsstabiliteit kan het volgende worden opgemerkt. Ten eerste heeft de ECB een mandaat voor het gehele eurogebied. Dienovereenkomstig wordt de prijsstabiliteit beoordeeld op basis van prijsontwikkelingen in het eurogebied als geheel, hetgeen er op duidt dat beslissingen betreffende het gemeenschappelijke monetaire beleid er op zijn gericht prijsstabiliteit te bereiken in het eurogebied als geheel. Deze gerichtheid op het eurogebied als geheel is een vanzelfsprekend gevolg van het feit dat, binnen een monetaire unie, het monetaire beleid slechts het gemiddelde geldmarktrenteniveau in het gebied kan sturen, d.w.z. het kan geen verschillende rentetarieven voor verschillende regio's van het eurogebied hanteren.

## **De HICP**

De definitie noemt tevens een specifieke prijsindex – namelijk de HICP voor het eurogebied – als de index die wordt gebruikt ter beoordeling of prijsstabiliteit al dan niet is bereikt. Het gebruik van een brede prijsindex garandeert de transparantie van het streven van de ECB om volledige en effectieve bescherming te bieden tegen verminderingen van de koopkracht van geld (zie ook Paragraaf 3.2). De HICP, die wordt gepubliceerd door Eurostat, het Bureau voor de Statistiek van de Europese Unie, is de belangrijkste maatstaf voor de prijsontwikkeling in het eurogebied. Deze geharmoniseerde index wordt in alle landen van het eurogebied gebruikt, waardoor het mogelijk wordt de prijsontwikkeling in verschillende landen met elkaar te vergelijken. De HICP is de index die het sterkst de veranderingen benadert die de prijs van een representatief mandje van consumptiegoederen in het eurogebied in de loop van de tijd ondergaat. (zie Kader 5.3).

## **KADER 5.3 DE SAMENSTELLING EN KENMERKEN VAN DE HICP**

Het voorbereidende werk voor de samenstelling van de HICP voor het eurogebied wordt verricht door de Europese Commissie (Eurostat), in nauwe samenwerking met de nationale bureaus voor de statistiek. Als belangrijke gebruikers zijn de ECB en haar voorloper, het EMI, hierbij intensief betrokken geweest. De door Eurostat gepubliceerde gegevens met betrekking tot de HICP zijn beschikbaar vanaf januari 1995.

Op basis van de aan de consumptieve bestedingen toegekende gewichten voor 2010, bedroeg het aandeel van goederen in de HICP 58% en het aandeel van diensten 42% (zie onderstaande Tabel). Een uitsplitsing van de totale HICP in afzonderlijke componenten geeft een duidelijker inzicht in de verschillende economische factoren die van invloed zijn op de consumptie-prijsontwikkeling. Zo houden ontwikkelingen in de energieprijscapcomponent nauw verband met het olieprijsbeloop. De prijzen voor

voedingsmiddelen worden uitgesplitst naar bewerkte en onbewerkte voedingsmiddelen omdat de prijzen voor de laatste categorie bijvoorbeeld sterk worden beïnvloed door weersomstandigheden en seizoengebonden factoren die minder doorwerken in de prijzen van bewerkte voedingsmiddelen. De dienstenprijzen worden uitgesplitst in vijf componenten die, vanwege de verschillende marktomstandigheden, verschillen vertonen in hun respectieve beloop.

Harmonisatie en statistische verbeteringen gericht op verbetering van de nauwkeurigheid, betrouwbaarheid en tijdigheid, hebben de HICP tot een internationaal erkende prijsindex van hoge kwaliteit gemaakt en tot een indicator die brede vergelijkingen tussen landen mogelijk maakt. Op verschillende gebieden worden echter nog verbeteringen aangebracht.

# BELEID VAN DE ECB

# 5



## Redenen voor het nastreven van een

### inflatiepercentage van onder maar dicht bij 2%

Door te verwijzen naar “een stijging van de HICP van minder dan 2%”, maakt de definitie duidelijk dat zowel een inflatie van boven 2% als deflatie (d.w.z. een daling van het prijspeil) niet in overeenstemming is met prijsstabiliteit. In dit verband duidt de expliciete indicatie door de ECB dat zij beoogt de inflatie op een niveau onder maar dicht bij 2% te houden op haar streven een adequate marge te verschaffen ter voorkoming van de risico's van deflatie (zie Paragraaf 3.1 en tevens Kader 5.4).

Door zich te richten op “een stijging van de HICP van minder dan, maar dicht bij 2%” houdt de ECB tevens rekening met een mogelijke meetfout in de HICP en de eventuele implicaties van inflatieverschillen in het eurogebied.

## KADER 5.4 EEN VEILIGHEIDSMARGE TEGEN DEFLATIE

Door te verwijzen naar een “stijging van de HICP van minder dan, maar dicht bij 2%”, houdt de ECB rekening met de mogelijke gevolgen van deflatie. Hoewel de kosten van deflatie voor de economie vergelijkbaar zijn met die van inflatie, is het van groot belang dat deflatie wordt voorkomen omdat, wanneer er sprake van is, deze ingeworteld zou kunnen raken als gevolg van het feit dat de nominale rentetarieven niet onder nul kunnen dalen aangezien normaal gesproken niemand bereid is geld uit te lenen aan iemand anders wanneer hij/zij verwacht na een bepaalde periode minder geld terug te krijgen. In een deflatoir klimaat zou monetair beleid daarom mogelijk in staat kunnen blijken met behulp van het rente-instrument de totale vraag in voldoende mate te stimuleren. Iedere poging om de nominale rente onder nul te krijgen, zou mislukken, aangezien het

TABEL: GEWICHTEN VAN DE BELANGRIJKSTE HICP-COMPONENTEN VOOR HET EUROGEBIED VOOR 2010

<b>Totale index</b>	<b>100,0</b>
<b>Goederenprijzen</b>	<b>58,0*</b>
Onbewerkte voedingsmiddelen	7,3
Bewerkte voedingsmiddelen	11,9
Industriële goederen met uitzondering van energie	29,3
Energie	9,6
<b>Diensten</b>	<b>42,0</b>
Diensten inzake huisvesting	10,2
Vervoer	6,6
Communicatie	3,3
Recreatie en persoonlijke diensten	14,9
Diversen	7,1

\* Totalen kunnen door afronding enigszins verschillen.

Bron: Eurostat

publiek een voorkeur voor contant geld zou hebben in plaats van het tegen een negatieve rente uit te lenen of in deposito te houden. Hoewel sommige monetairebeleidsmaatregelen zelfs wanneer de nominale rente nul is, nog steeds kunnen worden uitgevoerd, bestaat geen volledige zekerheid omtrent de effectiviteit van deze alternatieve beleidsmaatregelen. Het verdient daarom de voorkeur een veiligheidsmarge tegen deflatie te hebben in het monetaire beleid.

# HET MONETAIRE

## **De middellangetermijneriëntatie**

Een fundamenteel aspect van het monetaire beleid van de ECB, ten slotte, is dat het beleid erop is gericht prijsstabiliteit “op de middellange termijn” na te streven. Zoals hierboven reeds werd uiteengezet, komt hierin de consensus tot uiting dat het monetaire beleid de prijs- en inflatieontwikkeling op de korte termijn van een paar weken of maanden niet nauwkeuriger kan, of moet willen kunnen beïnvloeden (zie ook Paragraaf 4.4). De prijzen worden pas na enige tijd door een monetairebeleidswijziging beïnvloed, terwijl de uiteindelijke mate van beïnvloeding niet met zekerheid kan worden vastgesteld. Dit betekent dat het monetaire beleid niet alle onvoorziene verstoringen van

het prijspeil teniet kan doen. Op de korte termijn is enige volatiliteit van het inflatiepeil dus onvermijdelijk.

## **DE TWEE PIJLERS VAN DE MONETAIREBELEIDSSTRATEGIE VAN DE ECB**

### **Het op twee pijlers gebaseerde kader is een instrument voor het ordenen van gegevens ...**

De benadering van de ECB ten aanzien van de ordening, evaluatie en onderlinge toetsing van de gegevens die relevant zijn voor de beoordeling van de risico's voor prijsstabiliteit is gebaseerd op twee analytische perspectieven, de zogenoemde “twee pijlers”.

## **KADER 5.5 DE MIDDELLANGETERMIJNERIËNTATIE VAN HET MONETAIRE BELEID VAN DE ECB**

Een economie is voortdurend onderhevig aan grotendeels niet te voorziene schokken die tevens van invloed zijn op de prijsontwikkeling. Tegelijkertijd kan het monetaire beleid alleen met aanzienlijke vertraging invloed uitoefenen op de prijsontwikkeling. Deze vertragingen zijn bovendien variabel en zijn, net als de meeste economische relaties, hoogst onzeker. Tegen deze achtergrond is het voor een centrale bank onmogelijk de inflatie altijd op enig specifiek streefcijfer te houden of deze zelfs maar, in zeer korte tijd, naar een gewenst niveau terug te brengen. Het monetaire beleid dient in plaats daarvan op een op de toekomst gerichte wijze te handelen en kan uitsluitend prijsstabiliteit handhaven over langere tijdspannen. Dit is de kern van de middellangetermijneriëntatie van de ECB.

De middellangetermijneriëntatie behoudt met opzet enige flexibiliteit met betrekking tot het exacte tijdshorizon. Dit is het gevolg van het feit dat het niet raadzaam is om vooraf een gespecificeerde, vaste

tijdshorizon voor de monetairebeleidsvoering vast te stellen, aangezien het transmissiemechanisme zich over een variabele, onzekere tijdspanne uitstrekt. Een buitensporig agressieve beleidsreactie om prijsstabiliteit in een korte tijdspanne te herstellen zou in dat soort omstandigheden het risico met zich meebrengen van significante kosten in termen van volatiliteit in productie en werkgelegenheid die, over een langere tijdshorizon, ook de prijsontwikkeling zou kunnen beïnvloeden. In dergelijke gevallen, zo wordt algemeen erkend, is een geleidelijke monetairebeleidsreactie passend om zowel onnodig hoge volatiliteit in de reële bedrijvigheid te vermijden als de prijsstabiliteit over een langere tijdshorizon te handhaven. Aldus geeft de middellangetermijneriëntatie de ECB tevens de flexibiliteit die nodig is om op passende wijze te kunnen reageren op de verschillende economische schokken die kunnen plaatsvinden. Tegelijkertijd dient het duidelijk te zijn dat de ECB, achteraf gezien, slechts ter verantwoording kan worden geroepen voor de trends in de inflatie.

# BELEID VAN DE ECB

# 5



De prijsontwikkeling wordt grotendeels beïnvloed door de wisselwerking tussen vraag en aanbod in de goederen-, diensten- en factormarkten.

## ... gebaseerd op twee analytische perspectieven ...

Volgens de strategie van de ECB worden monetaire beleidsbeslissingen gebaseerd op een veelomvattende analyse van de risico's voor prijsstabiliteit. Deze analyse wordt uitgevoerd op grond van twee elkaar aanvullende perspectieven ten aanzien van de bepaling van de prijsontwikkeling. Het eerste perspectief richt zich op de beoordeling van de onderliggende factoren die het korte- tot middellangetermijnbeloop van de prijsontwikkeling bepalen, waarbij primair wordt gekeken naar de reële bedrijvigheid en de financieringsvoorwaarden in de economie. Het houdt rekening met het feit dat de prijsontwikkeling over deze tijdshorizons grotendeels wordt beïnvloed door de wisselwerking tussen vraag en aanbod in de goederen-, diensten- en factormarkten (zie ook Paragraaf 4.4). De ECB noemt dit de "economische analyse". Het tweede perspectief, dat bekend staat als de "monetaire analyse", richt zich op de langere termijn, gebruik makend van het verband op de lange termijn tussen de geldhoeveelheid en de prijzen (zie ook Paragraaf 4.5). De monetaire analyse dient voornamelijk als middel voor de onderlinge toetsing, vanuit een perspectief op de middellange tot lange termijn, van de korte- tot middellangetermijnindicaties voor het monetaire beleid die uit de economische analyse worden afgeleid.

## ... om er zeker van te zijn dat geen relevante gegevens verloren gaan

De op twee pijlers gebaseerde benadering is zo ontworpen dat verzekerd wordt dat bij de beoordeling van de risico's voor prijsstabiliteit alle relevante gegevens worden gebruikt, en dat de juiste hoeveelheid aandacht wordt besteed aan de verschillende perspectieven en het onderling toetsen van gegevens teneinde te komen tot een algemene beoordeling van de risico's voor prijsstabiliteit. De tweepijlerbenadering is een middel om de idee van een gediversifieerde analyse aan het grote publiek over te brengen en robuuste, op verschillende analytische perspectieven gebaseerde besluitvorming zeker te stellen.

## DE ECONOMISCHE ANALYSE

### De analyse van de korte- tot middellangetermijnrisico's voor prijsstabiliteit ...

De economische analyse richt zich primair op de beoordeling van de huidige economische en financiële ontwikkelingen en de daaruit voortvloeiende korte- tot middellangetermijnrisico's voor prijsstabiliteit. De economische en financiële variabelen die het onderwerp vormen van deze analyse omvatten, bijvoorbeeld ontwikkelingen in de algehele productie, de geaggregeerde vraag en de componenten daarvan, begrotingsbeleid, kapitaal, de arbeidsmarktsituatie, een breed scala van prijs- en kostenindicatoren, ontwikkelingen in de wisselkoers, de mondiale economie, en de betalingsbalans van het eurogebied, de financiële markten, en de balansposities van de verschillende sectoren in het eurogebied. Al deze factoren komen van pas bij het beoordelen van de dynamiek van de reële bedrijvigheid en het waarschijnlijke beloop van de prijzen vanuit het perspectief van de wisselwerking tussen vraag en aanbod in de goederen-, diensten- en factormarkten over kortere tijdshorizons (zie ook Paragraaf 4.4).

### ... draagt bij aan het in kaart brengen van de schokken ...

In deze analyse wordt gepaste aandacht besteed aan de noodzaak de schokken die de economie beïnvloeden in kaart te brengen, evenals hun effecten op het beloop van kosten en prijzen en de korte- tot middellangetermijnvooruitzichten voor hun doorwerken in de economie. 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 waarschijnlijk



## KADER 5.6 REËLE ECONOMISCHE EN FINANCIËLE INDICATOREN

In het kader van haar economische analyse richt de ECB zich primair op de beoordeling van de huidige economische en financiële ontwikkelingen en de daaruit voortvloeiende korte- tot middellangetermijnrisico's voor prijsstabiliteit.

Wat betreft de analyse van de reële economische factoren, 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.

Zo worden, voor wat de prijs- en kostenontwikkelingen betreft, naast de HICP en zijn componenten, de prijsontwikkelingen in de industriële sector, afgemeten aan de hand van producentenprijzen, geanalyseerd, aangezien wijzigingen van de productiekosten kunnen 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, kortetermijnstatistieken voor de bedrijvigheid in de industrie en de dienstensector, orders, en kwaliteitsenquêtes) informatie over de conjuncturele fase van de economie, wat weer relevant is voor de analyse van de toekomstige prijsontwikkeling. Bovendien zijn arbeidsmarktgegevens (over de werkgelegenheid, de werkloosheid, vacatures en de participatiegraad) van 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 derde bevatten de betalingsbalansstatistieken, naast statistieken met betrekking tot de buitenland, informatie over de ontwikkeling van de in- en uitvoer die via het effect op de vraagverhoudingen de inflatoire druk 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 – 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). Samengevat dragen deze indicatoren bij aan het beoordelen van ontwikkelingen in de totale vraag, het totale aanbod en de bezettingsgraad.

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 kunnen besluiten meer consumptieve bestedingen te doen. Hierdoor stijgt de vraag naar consumptiegoederen, waardoor de binnenlandse inflatie onder druk kan komen te staan. Omgekeerd kunnen deze huishoudens hun consumptieve bestedingen reduceren wanneer de aandelenkoersen zakken. Een verdere mogelijkheid waarop activaprijzen de

totale vraag kunnen beïnvloeden is via de waarde van onderpand die kredietnemers in staat stelt meer leningen te verkrijgen en/of de door de kredietverleners/banken berekende risicopremies te verlagen. Kredietverleningsbeslissingen worden vaak in hoge mate beïnvloed door het bedrag aan onderpand. Als de waarde van het onderpand zakt, zullen leningen duurder worden of zelfs moeilijk meer te verkrijgen zijn, met als gevolg dat de bestedingen en daarmee de vraag zullen afnemen.

Uit activaprijzen en het rendement op financiële titels kunnen ook de verwachtingen van de financiële markten ten aanzien van de toekomstige prijsontwikkeling worden afgelezen. De impliciete verwachtingen van financiëlemarktdelnemers omtrent toekomstige rentetarieven en prijzen komen bijvoorbeeld tot uiting in hun aan- en verkopen van obligaties (zie ook Kader 3.2). 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. Activamarkten, en dus activaprijzen, zijn per definitie toekomstgericht. Veranderingen in de activaprijzen zijn daarom grotendeels het gevolg van “nieuws” – informatie over ontwikkelingen

een kortstondige toename van de inflatie tot gevolg die al snel weer kan vervluchtigen. 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 looneisen ontstaat. Om dit te voorkomen kan een krachtige monetairebeleidsreactie waarmee de centrale bank haar vaste voornemen bevestigt om

die de financiële markten niet hadden voorzien. In dit opzicht kan het volgen van de activaprijzen ertoe bijdragen de schokken te bepalen die thans een impact op de economie hebben, waaronder schokken die de verwachtingen betreffende toekomstige economische ontwikkelingen beïnvloeden. Door financiële markten te analyseren, kan tevens statistische informatie betreffende financiëleactivaprijzen uit verschillende bronnen worden beoordeeld. Daarnaast verzamelt de ECB zelf bepaalde statistische gegevens.

Ook wisselkoersontwikkelingen worden nauwgezet ontleed op hun implicaties voor de prijsstabiliteit. Wisselkoersschommelingen hebben door hun effect op de invoerprijzen een directe invloed op de prijsontwikkeling. Hoewel het eurogebied een relatief gesloten economie is vergeleken met die van de individuele lidstaten, beïnvloeden de invoerprijzen de binnenlandse producenten- en consumptieprijzontwikkelingen wel degelijk. Door veranderingen in de wisselkoers kan ook de prijsconcurrentiekracht van binnenlands geproduceerde goederen op de internationale markten veranderen, waardoor de vraag en mogelijk ook de toekomstige prijsontwikkeling beïnvloed wordt.

prijsstabiliteit te handhaven, waardoor de inflatieverwachtingen gestabiliseerd worden, de beste respons zijn. 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.

## KADER 5.7 MACRO-ECONOMISCHE PROJECTIES VOOR HET EUROGEBIED

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. Zo zijn de Eurosysteem-projecties sinds juni 2006 gebaseerd op de technische aanname dat de korte rente zich zal bewegen overeenkomstig de marktverwachtingen in plaats van constant zal blijven gedurende de projectieperiode, zoals eerder werd aangenomen.

Hoewel dergelijke projecties vaak worden gebruikt om de degenen die de monetaire-beleidsbeslissingen nemen zo goed mogelijk te informeren over de uitkomsten van mogelijke toekomstige scenario's, betekent dit niet noodzakelijkerwijs dat het [gekozen] scenario zich zal concretiseren.

De door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde 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 (d.w.z. de overheid, bedrijven en huishoudens) zouden moeten vertrouwen op de door de ECB gegeven kwantitatieve definitie van de prijsstabiliteit en streven naar een inflatie onder, maar dicht bij 2% als zijnde de beste prognose van de prijsontwikkeling op de middellange tot lange termijn.

Hoewel de macro-economische projecties nuttig zijn, hebben zij hun beperkingen. Ten eerste 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 tweede kunnen economische projecties slechts een summier beschrijving van de economie geven, waardoor zij in sommige gevallen niet alle relevant informatie bevatten. Met name belangrijke informatie, zoals de informatie die in monetaire aggregaten besloten ligt, kan niet gemakkelijk in het voor de projecties gebruikte kader worden geïntegreerd; bovendien kan de informatie veranderen nadat de projecties zijn afgerond. Op de derde 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. Ten vierde zijn projecties altijd gebaseerd op bepaalde aannames – met betrekking tot bijvoorbeeld de olieprijs of de wisselkoers – die aan snelle veranderingen onderhevig kunnen zijn, waardoor de projecties niet meer actueel zijn.

Vanwege al deze beperkingen spelen de door de medewerkers opgestelde macro-economische projecties een belangrijke, maar niet allesomvattende rol in de monetairebeleidsstrategie van de ECB. De Raad van Bestuur evalueert deze projecties, tezamen met een grote hoeveelheid andere informatie en analyses waarin het uit twee pijlers bestaande kader voorziet. Deze omvatten de monetaire analyse en analyses van de financiële koersen, individuele maatstaven en de prognoses van andere instellingen. De Raad van Bestuur neemt geen verantwoorde-lijkheid voor de projecties, en gebruikt de door medewerkers samengestelde projecties ook niet als enige instrument voor het organiseren en communiceren van zijn beoordeling.

## ... en omvat macro-economische projecties

In het kader van de economische analyse spelen de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties een belangrijke rol. De projecties, die door de medewerkers worden opgesteld, helpen een groot deel van de economische gegevens vorm te geven en samen te

vatten, en zorgen voor consistentie tussen de verschillende bronnen van economische gegevens. Wat dit betreft vormen zij een essentieel element in het aanscherpen van de beoordeling van de economische vooruitzichten en de korte- tot middellangetermijnschommelingen van de inflatie rond haar trend.

## KADER 5.8 MONETAIRE AGGREGATEN

Aangezien veel verschillende financiële activa nauwe 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 de geldhoeveelheid zou moeten worden gedefinieerd en welke financiële activa in een bepaalde definitie van de geldhoeveelheid 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 de geldscheppende en geldaanhoudende sectoren, alsmede op de categorieën van passiva van monetaire financiële instellingen (MFI's). 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 centraleoverheidssector.

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.

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 kunnen omgezet worden in componenten van het enge geldbegrip, maar zijn mogelijk onderhevig aan beperkingen 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 schuldbewijzen met een looptijd tot en met twee jaar (waaronder geldmarktpapier). 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.

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

## MONETAIRE ANALYSE

### De geldhoeveelheid biedt een nominaal anker

Van de verzameling van geselecteerde sleutel-indicatoren die zij nauwlettend volgt en bestudeert, geeft de ECB de geldhoeveelheid een centrale rol. Deze beslissing werd genomen ter erkenning van het feit dat monetaire groei en

## KADER 5.9: DE DOOR DE ECB GEHANTEERDE REFERENTIEWAARDE VOOR DE GROEI VAN DE GELDHOEVEELHEID

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 keuze voor M3 is gebaseerd op het bewijs, geschraagd door verschillende empirische onderzoeken, dat dit aggregaat de gewenste eigenschappen van een stabiele geldvraag en eigenschappen als voorlopende indicator voor de toekomstige prijsontwikkeling in het eurogebied bezit. 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 ( $\Delta M$ ), de inflatie ( $\Delta P$ ), de reële bbp-groei ( $\Delta YR$ ), en veranderingen in de omloopsnelheid ( $\Delta V$ ). Volgens deze identiteit, die bekend staat als de "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 (zie ook Kader 4.3). 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 2–2½% 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 trends 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 ½–1% per jaar. Op basis van deze aannames werd de referentiewaarde van de ECB in december 1998 door de Raad van Bestuur op 4½% op jaarbasis gesteld, en deze bleef sindsdien ongewijzigd. De Raad van Bestuur controleert de validiteit van de voorwaarden en aannames die aan de referentiewaarde ten grondslag liggen voortdurend en communiceert veranderingen in deze onderliggende aannames zodra deze noodzakelijk worden.

# BELEID VAN DE ECB



inflatie op de middellange tot lange termijn zeer nauw verband houden (zie ook Paragraaf 4.5). Deze algemeen erkende relatie voorziet het monetaire beleid van een stevig en betrouwbaar nominaal anker dat verder gaat dan de tijdschors die gebruikelijkerwijs worden gehanteerd om inflatievoorspellingen samen te stellen. Het toekennen van een vooraanstaande rol aan de geldhoeveelheid in de strategie was daarom tevens een middel om de middellangetermijnnoriëntatie ervan te versterken. Het nemen van beleidsbeslissingen en het evalueren van hun consequenties niet alleen op basis van kortetermijn-indicaties die voortvloeien uit de analyse van de economische en financiële situatie maar tevens op basis van overwegingen inzake de geldhoeveelheid en liquiditeit, stelt een centrale bank in staat verder te kijken dan de voorbijgaande invloed van de verschillende schokken en niet toe te geven aan de verleiding van een activistischer koers.

## De referentiewaarde voor de groei van de geldhoeveelheid

Teneinde uitdrukking te geven aan de belangrijke rol die zij monetaire analyse toekent en een maatstaf te bieden voor de beoordeling van monetaire ontwikkelingen, heeft de ECB een referentiewaarde voor het ruime monetaire aggregaat M3 aangekondigd (zie Kader 5.9).

Deze referentiewaarde (die in 1998 op een waarde van 4 1/2 % werd gesteld) verwijst naar het groeitempo van M3 op jaarbasis dat wordt beschouwd als zijnde verenigbaar met prijsstabiliteit op de middellange termijn. De referentiewaarde vormt derhalve een ijkpunt voor de analyse van de informatie-inhoud van de monetaire ontwikkelingen in het eurogebied. Gezien de middellange- tot langetermijnaard van het monetaire perspectief, bestaat er echter geen direct verband tussen korte termijn monetaire ontwikkelingen en monetaire beleidsbeslissingen. Het monetaire beleid reageert derhalve niet mechanistisch op afwijkingen van de M3-groei van de referentiewaarde.

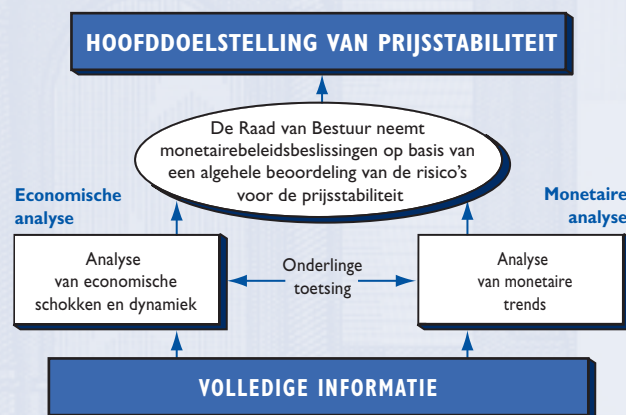
## Analyse van bijzondere factoren

Eén reden daarvoor is dat monetaire ontwikkelingen soms beïnvloed kunnen worden door “bijzondere” factoren die het gevolg zijn van institutionele veranderingen, zoals een wijziging in de manier waarop rente-inkomsten of vermogenswinst fiscaal worden behandeld. Door dergelijke factoren kunnen huishoudens en bedrijven besluiten hun geld elders uit te zetten wanneer het rendement op banktegoeden die onder de definitie van het monetaire aggregaat M3 vallen gunstiger of minder gunstig uitvalt dan dat op andere financiële instrumenten. Het kan echter zijn dat de door deze bijzondere factoren veroorzaakte monetaire ontwikkelingen weinig informatie verschaffen over de prijsontwikkeling op de langere termijn. De monetaire analyse van de ECB richt zich daarom op de onderliggende monetaire trends door tevens uitgebreid de bijzondere factoren en overige schokken die invloed uitoefenen op de geldhoeveelheid, te beoordelen.

## Onderlinge toetsing van de informatie uit de twee pijlers

Wat betreft de beslissingen van de Raad van Bestuur ten aanzien van de passende monetaire beleidskoers,

GRAFIEK: DE OP PRIJSSTABILITEIT GERICHTE MONETAIREBELEIDSSTRATEGIE VAN DE ECB



Bron: Europese Centrale Bank (2004), Het monetaire beleid van de ECB, p. 71.

verschafft de op twee pijlers gebaseerde benadering een onderlinge toetsing van de indicaties die voortkomen uit de kortere termijn economische analyse en die welke worden verschafft door de op de langere termijn gerichte monetaire analyse. Zoals hierboven in meer detail is toegelicht, zorgt deze onderlinge toetsing ervoor dat het monetaire beleid geen belangrijke informatie over het hoofd ziet die van belang is voor de beoordeling van de toekomstige prijsontwikkeling. Van alle onderlinge aanvullingen tussen de twee pijlers wordt gebruik gemaakt, aangezien dit de beste manier is om te garanderen dat alle relevante gegevens voor de beoordeling van de prijsvooruitzichten op een consistente en efficiënte wijze worden gebruikt, om zo het besluitvormingsproces en de communicatie daarvan te vergemakkelijken (zie onderstaande Grafiek). Door deze 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 streeft de strategie van de ECB ernaar om in een onzekere omgeving een krachtig monetair beleid te voeren.

## TRANSPARANTIE EN VERANTWOORDINGSPLICHT

### Door het Verdrag opgelegde rapportageverplichtingen

Wil zij geloofwaardig blijven, dan zal een onafhankelijke centrale bank open behoren te zijn en duidelijk dienen te zijn omtrent de beweegredenen van haar handelen. Tevens zal zij verantwoording moeten afleggen aan democratische instellingen. Zonder inbreuk te plegen op de onafhankelijkheid van de ECB, legt het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap precieze rapportageverplichtingen op aan de ECB.

De ECB dient een Jaarverslag op te stellen over haar werkzaamheden en over het monetaire beleid in het

afgelopen jaar en het lopende jaar en dit te presenteren aan het Europees Parlement, de Raad van de EU, de Europese Commissie en de Europese Raad. Het Europees Parlement kan dan een algemeen debat houden over het Jaarverslag van de ECB. De President van de ECB en andere leden van de Directie kunnen, op verzoek van het Europees Parlement of op eigen initiatief, hun visie kenbaar maken aan de bevoegde commissies van het Europees Parlement. Zulke hoorzittingen vinden over het algemeen elk kwartaal plaats.

Bovendien dient de ECB ten minste een maal per kwartaal een verslag te publiceren betreffende de werkzaamheden van het ESCB. Ten slotte dient de ECB wekelijks een geconsolideerd financieel overzicht van het Eurosysteem te publiceren dat de monetaire en financiële transacties van het Eurosysteem gedurende de voorafgaande week weerspiegelt.

### De communicatieactiviteiten van de ECB

De ECB heeft zich tot communicatieactiviteiten gecommitteerd die ver uitgaan boven de in het Verdrag vastgelegde rapportageverplichtingen. Een voorbeeld van een dergelijke activiteit is dat de President op de persconferentie die elke maand wordt gehouden na de eerste vergadering van de Raad van Bestuur, de overwegingen toelicht die ten grondslag liggen aan de besluiten van de Raad van Bestuur. Nadere gegevens over de beoordeling door de Raad van Bestuur van de economische situatie en de vooruitzichten voor de prijsontwikkeling worden gepubliceerd in het Maandbericht van de ECB.<sup>12</sup>

---

<sup>12</sup> De publicaties van de ECB zijn op verzoek kosteloos verkrijgbaar en kunnen tevens worden bekeken op de website van de ECB ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)), waarop zich tevens links bevinden naar de websites van de nationale centrale banken van de EU.

# BELEID VAN DE ECB

## Relatie met EU-organen

Een lid van de Europese Commissie heeft het recht deel te nemen aan de vergaderingen van de Raad van Bestuur en de Algemene Raad, maar heeft geen stemrecht. Over het algemeen wordt de Europese Commissie vertegenwoordigd door de Commissaris die verantwoordelijk is voor economische en financiële aangelegenheden.

De ECB heeft een wederzijdse relatie met de Raad van de Europese Unie. Enerzijds wordt de Voorzitter van de Raad van de Europese Unie uitgenodigd deel te nemen aan de vergaderingen van de Raad van Bestuur en de Algemene Raad van de ECB. Hij kan moties indienen ter bespreking in de Raad van Bestuur, maar hij heeft geen stemrecht. Anderzijds wordt ook de President van de ECB uitgenodigd voor die vergaderingen van de Raad van de Europese Unie waarin de Raad aangelegenheden bespreekt die te maken hebben met de doelstellingen en taken van het ESCB. Naast de officiële en informele vergaderingen van de Ecofin-Raad (waarin de Ministers van Economische Zaken en Financiën van de EU bijeenkomen), neemt de President eveneens deel aan vergaderingen van de Eurogroep (waarin de Ministers van Economische Zaken en Financiën van de landen van het eurogebied bijeenkomen). De ECB is ook vertegenwoordigd in het Economisch en Financieel Comité, een Communautair overlegorgaan dat zich bezighoudt met een breed scala van Europese economische beleidsvraagstukken.

## 5.4 OVERZICHT VAN HET OPERATIONELE KADER VAN HET EUROSISTEEM

### Het operationele kader

Zoals hierboven al is vermeld, bepaalt de Raad van Bestuur de hoogte van de basisrentetarieven van de ECB. Het doorgeven van deze rentetarieven aan bedrijven en consumenten geschiedt via het bankwezen. Wanneer de ECB de voorwaarden verandert op basis waarvan zij geld

leent en uitleent aan de banken, is de kans groot dat de voorwaarden die banken stellen aan hun klanten, d.w.z. bedrijven en consumenten, eveneens veranderen. De reeks instrumenten en procedures waarover het Eurosysteem beschikt in zijn transacties met het bankwezen waarmee het proces wordt geïnitieerd door middel waarvan bovenstaande voorwaarden (de rentetarieven) worden doorgegeven aan huishoudens en bedrijven, wordt het operationele kader genoemd.

### Belangrijkste categorieën instrumenten

In grote lijnen heeft het bankwezen in het eurogebied – deels vanwege zijn behoefte aan bankbiljetten, maar tevens omdat de ECB haar verplicht een minimumbedrag aan reserves aan te houden op rekeningen bij de nationale centrale banken – een liquiditeitsbehoefte en is het afhankelijk van herfinanciering door het Eurosysteem. In dit kader fungeert het Eurosysteem als liquiditeitsverschaffer en helpt de banken via zijn operationele kader op soepele en goed georganiseerde wijze aan hun liquiditeitsbehoeften te voldoen.

Het operationele kader van het Eurosysteem bestaat uit drie hoofdinstrumenten. Ten eerste beheert de ECB de reserveverhoudingen in de geldmarkt en stuurt zij de geldmarktrente door de banken door middel van openmarkttransacties reserves te verschaffen waarmee zij aan hun liquiditeitsbehoeften kunnen voldoen. Ten tweede worden aan banken twee permanente faciliteiten, een marginale beleningsfaciliteit en een depositofaciliteit, ter beschikking gesteld die ertoe strekken om in uitzonderlijke omstandigheden zeer kortlopende kredieten of deposito's te verschaffen. Deze faciliteiten staan de banken indien nodig ter beschikking, hoewel voor toegang tot de marginale beleningsfaciliteit beleenbaar onderpand wordt vereist. Ten derde verhogen de reserveverplichtingen de liquiditeitsbehoeften van banken. Aangezien zij kunnen worden gemiddeld over een periode van één maand, kunnen zij daarnaast



De ECB heeft zich gecommitteerd verder te gaan dan de in het Verdrag vastgelegde rapportageverplichtingen.





Als de ECB haar condities voor banken verandert, veranderen waarschijnlijk ook de condities voor bedrijven en consumenten.

worden gebruikt als buffer tegen tijdelijke liquiditeitschokken in de geldmarkt, waardoor de volatiliteit van de korte rente vermindert.

## Openmarkttransacties

De openmarkttransacties – het eerste element in het operationele kader – worden op decentrale wijze verricht. Hoewel de ECB de transacties coördineert, worden zij uitgevoerd door de nationale centrale banken. De wekelijkse basisherfinancieringstransactie is een kernelement in de tenuitvoerlegging van het monetaire beleid van de ECB. Het officiële rentetarief dat wordt vastgesteld voor deze transacties geeft de door de Raad van Bestuur van de ECB gevolgde monetaire beleidskoers aan. De langerlopende herfinancieringstransacties zijn tevens liquiditeitsverschaffende transacties, maar hebben een maandelijkse frequentie en een looptijd van drie maanden. „Fine-tuning“-transacties worden uitgevoerd op ad hoc basis en hebben tot doel de rente-effecten van onverwachte fluctuaties in liquiditeitsverhoudingen op de markt of van uitzonderlijke gebeurtenissen te egaliseren. De erkenningscriteria voor tegenpartijen in de transacties van het Eurosysteem zijn zeer ruim geformuleerd: in beginsel komen alle in het eurogebied gevestigde kredietinstellingen in aanmerking. Elke bank kan besluiten tegenpartij te worden, mits zij een reserveplichtige kredietinstelling is, financieel gezond is, en aan specifieke operationele criteria voldoet die haar in staat stellen transacties te verrichten met het Eurosysteem. Zowel de ruim geformuleerde erkenningscriteria voor tegenpartijen als de gedecentraliseerde transacties zijn er op gericht gelijkheid van behandeling van instellingen in het gehele eurogebied te verzekeren – zodat deze toegang hebben tot de door het Eurosysteem uitgevoerde transacties – en dragen bij tot een geïntegreerde primaire geldmarkt.

De openmarkttransacties van het Eurosysteem worden uitgevoerd als repo's of als leningen tegen onderpand. In beide gevallen is het aanhouden van reserves tegen

voldoende onderpand toegestaan. Het scala van beleenbaar onderpand voor transacties is zeer ruim, waaronder bijvoorbeeld door de overheid en door particulieren uitgegeven schuldbewijzen, teneinde tegenpartijen in het gehele eurogebied van een ruim onderpandaanbod te verzekeren. Bovendien kunnen beleenbare activa grensoverschrijdend worden gebruikt. De openmarkttransacties van het Eurosysteem worden op basis van een toewijzingsprocedure georganiseerd ter waarborging van een transparante en efficiënte verdeling van liquiditeiten in de primaire markt.

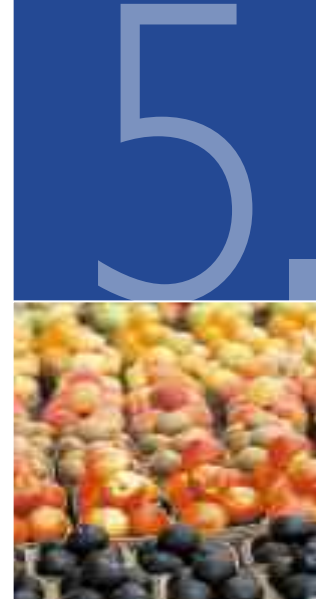
Een doorslaggevend kenmerk van het operationele kader is de afhankelijkheid van een zelfregulerende markt, waarin de centrale bank slechts zelden op de voorgrond treedt. De geldmarktinterventies van de centrale bank beperken zich doorgaans tot basisherfinancieringstransacties, die eenmaal per week plaatsvinden, en de in omvang veel geringere langerlopende herfinancieringstransacties, die eenmaal per maand plaatsvinden. Sinds de oprichting van de ECB zijn er niet veel „fine-tuning“-transacties verricht.

## Permanente faciliteiten en reserveverplichtingen

De twee belangrijkste instrumenten die de openmarkttransacties complementeren – de permanente faciliteiten en de reserveverplichtingen – worden voornamelijk toegepast om de volatiliteit in de korte marktrente te beperken.

De rentevoeten op de permanente faciliteiten zijn doorgaans aanzienlijk minder aantrekkelijk dan de interbancaire marktrente (+/- één procentpunt van de basisherfinancieringsrente). Dit betekent een belangrijke stimulans voor banken om transacties in de markt te verrichten en slechts gebruik te maken van de permanente faciliteiten wanneer andere marktalternatieven zijn uitgeput. Aangezien de banken altijd toegang hebben tot

# BELEID VAN DE ECB



Een belangrijk kenmerk van het kader is het vertrouwen op een zelf-regulerende markt, waarbij de centrale bank slechts zelden optreedt.

de permanente faciliteiten, zorgen de rentevoeten op de twee permanente faciliteiten door marktarbitrage voor een boven- en een benedengrens aan de zeer korte marktrente (de zogeheten “EONIA”). De twee rentevoeten bepalen derhalve de bandbreedte waarbinnen de EONIA kan fluctueren. In dit verband zou de marge tussen de onder- en bovengrens de banken moeten stimuleren gebruik te maken van de markt. Dit voegt een belangrijke structuur toe aan de geldmarkt, waarmee de volatiliteit van de zeer korte marktrente wordt beperkt (zie onderstaande Grafiek).

De reserveverplichtingen van een bank worden bepaald op basis van een deel van haar reservebasis, een reeks passiva op haar balans (deposito's, schuldbewijzen en geldmarktpapier met een looptijd van minder dan twee jaar).

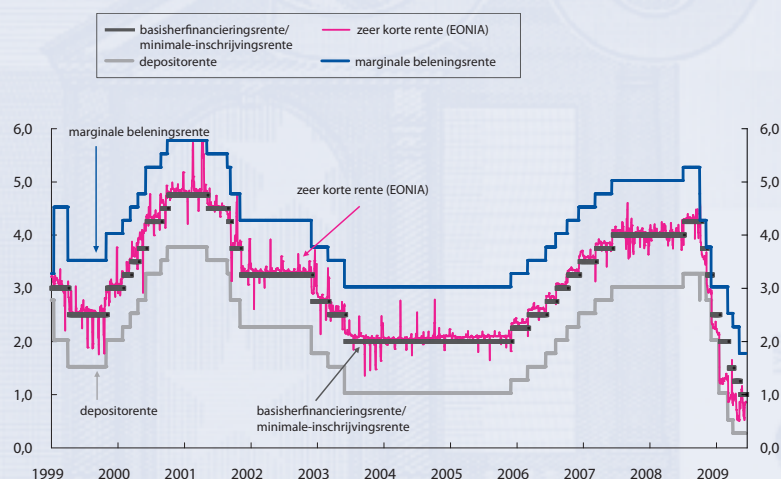
Het systeem van reserveverplichtingen bepaalt de minimaal door banken op rekeningen-courant bij hun nationale centrale bank aan te houden tegoeden. Of de banken daaraan voldoen, wordt bepaald op basis van het gemiddelde van de dagelijkse saldi gedurende een periode van ongeveer een maand (de “aanhoudingsperiode”). Het middelingsmechanisme biedt intertemporele flexibiliteit aan banken voor wat betreft het beheer van reserves gedurende de reserveaanhoudingsperiode. Tijdelijke onevenwichtigheden in de liquiditeitspositie hoeven niet onmiddellijk te worden afgedekt, en daardoor kan enige volatiliteit in de zeer korte rente worden geëgaliseerd. (Indien de daggeldrente bijvoorbeeld hoger is dan de verwachte rente later in de reserveaanhoudingsperiode, kunnen banken winst boeken door geld op de markt te lenen en het voldoen aan de reserveverplichting uit te stellen tot later in de periode („intemporele substitutie“). Deze aanpassing van de dagelijkse vraag naar reserves draagt bij tot het stabiliseren van de rente.)

Over de verplicht aan te houden reserves wordt een rente vergoed gelijk aan de gemiddelde tenderrente van de

basisherfinancieringstransacties gedurende een aanhoudingsperiode. De rente is vrijwel gelijk aan de gemiddelde interbancaire rente met dezelfde looptijd. Over de op de rekeningen-courant van de banken aangehouden reserves die de maandelijkse vereiste te boven gaan, wordt geen rente vergoed. Daarom bedragen de gemiddelde kosten van aangehouden reserves nul, terwijl de marginale kosten positief zijn. Dit stimuleert banken hun reserves actief via de markt te beheren en voorkomt tegelijkertijd het risico dat de reserveverplichting een last wordt voor banken of een efficiënte toewijzing van financiële middelen in de weg staat.

De vereiste reserves fungeren als buffer tegen liquiditeitsschokken. Fluctuaties in reserves rond het vereiste niveau kunnen liquiditeitsschokken absorberen zonder grote invloed op de markttrentes. Daarom is er weinig noodzaak voor een uitzonderlijke interventie door de centrale bank in de geldmarkt om de marktrente te stabiliseren.

**GRAFIEK: ECB-RENTETARIEVEN EN GELDMARKTRENTETARIEVEN**



Bron: ECB. Laatste waarneming: 16 juni 2009.

# LIJST VAN TERMEN

## **Algemene Raad**

een van de besluitvormende organen van de Europese Centrale Bank (ECB). De Algemene Raad bestaat uit de President en de Vice-President van de ECB en de Presidenten van alle nationale centrale banken van de EU.

## **Consumptieprijsindex**

eens per maand samengesteld met behulp van een zogenaamd “boodschappenmandje”. Voor het eurogebied wordt de Geharmoniseerde Consumptieprijsindex (HICP) gebruikt. Deze index wordt samengesteld op basis van een in het gehele eurogebied geharmoniseerde statistische methodologie.

## **Deflatie**

een aanhoudende daling van het algemene prijspeil, d.w.z. van de consumptieprijsindex, gedurende een lange periode.

## **Directie**

een van de besluitvormende organen van de ECB. De Directie omvat de President, de Vice-President en vier leden, benoemd in onderlinge overeenstemming tussen de staatshoofden en regeringsleiders van de lidstaten die de euro hebben ingevoerd.

## **Eurogebied**

het gebied dat de lidstaten van de Europese Unie omvat die de euro hebben ingevoerd als gemeenschappelijke munt.

## **Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB)**

samengesteld uit de ECB en de nationale centrale banken van alle lidstaten van het eurogebied, ongeacht of zij de euro hebben ingevoerd of niet.

## **Europese Centrale Bank (ECB)**

de ECB is opgericht op 1 juni 1998 en is gevestigd in Frankfurt am Main (Duitsland). Zij vormt het hart van het Eurosysteem.

## **Eurosysteem**

samengesteld uit de Europese Centrale Bank en de nationale centrale banken van die lidstaten die de euro al hebben ingevoerd.

## **Inflatie**

een stijging van het algemene prijspeil, d.w.z. van de consumptieprijsindex, gedurende een lange periode.

## **Monetaire basis**

in het eurogebied bestaat deze uit geld (bankbiljetten en munten) in omloop, de door tegenpartijen van het Eurosysteem aangehouden reserves en het geld dat op de

depositofaciliteit van het Eurosysteem is gestort. Deze posten vormen passiva op de balans van het Eurosysteem. Reserves kunnen verder worden uitgesplitst in vereiste en overreserves. In het systeem van reserveverplichtingen van het Eurosysteem zijn tegenpartijen verplicht vereiste reserves aan te houden bij de nationale centrale banken. Naast deze vereiste reserves houden kredietinstellingen doorgaans slechts een gering bedrag aan vrijwillige overreserves aan bij het Eurosysteem.

### **Monetairebeleidsstrategie**

de algemene benadering van de monetairebeleidsvoering. De monetairebeleidsstrategie van de ECB omvat een kwantitatieve definitie van het hoofddoel van prijsstabiliteit en een analytisch kader gebaseerd op twee pijlers – de economische analyse en de monetaire analyse. Bovendien omvat de strategie algemene beginselen voor het voeren van het monetaire beleid, zoals de middellangetermijnonoriëntatie. De strategie vormt de basis voor de algehele beoordeling door de Raad van Bestuur van de risico's voor de prijsstabiliteit en voor zijn monetairebeleidsbeslissingen. Het biedt tevens een kader voor het toelichten van monetairebeleidsbeslissingen aan het publiek.

### **Prijsstabiliteit**

het handhaven van prijsstabiliteit is het hoofddoel van het Eurosysteem. De Raad van Bestuur van de ECB heeft

prijsstabiliteit gedefinieerd als een jaarlijkse stijging van de HICP voor het eurogebied van minder dan 2%. De Raad stelt zich tevens tot doel de inflatie op jaarbasis op de middellange termijn onder maar dicht bij 2% te houden.

### **Raad van Bestuur**

het belangrijkste besluitvormende orgaan van de Europese Centrale Bank (ECB). De Raad van Bestuur omvat alle leden van de Directie en de Presidenten van de nationale centrale banken van de lidstaten die op de euro zijn overgegaan.

### **Rente**

het percentage extra geld dat je krijgt als je je geld uitleent aan iemand anders (of het op een bankrekening laat staan), of het percentage aan extra geld dat je moet betalen als je geld leent.

### **Ruilhandel**

het onderling ruilen van goederen en diensten zonder daarvoor geld te gebruiken als ruilmiddel. Dit kan alleen als er een wederzijdse behoefte aan de verhandelde goederen of diensten bestaat.

### **Transmissiemechanisme van het monetaire beleid**

het proces waarbij monetairebeleidsbesluiten doorwerken in de economie in het algemeen en het prijsniveau in het bijzonder.



# BIBLIOGRAFIE



- Bordo, M.D. & Eichengreen, B.,** (1993), *A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform*, The University of Chicago Press.
- Davies, G.** (1994), *A History of Money: From Ancient Times to the Present Day*, University of Wales Press, Cardiff.
- Europese Centrale Bank** (1998), "A stability-oriented monetary policy for the ESCB", ECB Persbericht, 13 oktober, <http://www.ecb.europa.eu>.
- Europese Centrale Bank** (1998), "The quantitative reference value for monetary growth", ECB Persbericht, 1 december, <http://www.ecb.europa.eu>.
- Europese Centrale Bank** (1999), "De op stabiliteit gerichte monetaire-beleidsstrategie van het Eurosysteem", Maandbericht, januari.
- Europese Centrale Bank** (1999), "Monetaire aggregaten voor het eurogebied en hun rol in de monetaire-beleidsstrategie van het Eurosysteem", Maandbericht, februari.
- Europese Centrale Bank** (1999), "Het operationele kader van het Eurosysteem: beschrijving en eerste beoordeling", Maandbericht, mei.
- Europese Centrale Bank** (1999), "De implementatie van het stabiliteits- en groeipact", Maandbericht, mei.
- Europese Centrale Bank** (1999), "Het institutionele kader van het Europees Stelsel van Centrale Banken", Maandbericht, juli.
- Europese Centrale Bank** (2000), "Monetaire-beleidsstrategie in het eurogebied", Maandbericht, juli.
- Europese Centrale Bank** (2000), "De twee pijlers van het monetaire beleid van de ECB", Maandbericht, november.
- Europese Centrale Bank** (2000), "Vraagstukken in verband met de opkomst van elektronisch geld", Maandbericht, november.
- Europese Centrale Bank** (2000), "Het Eurosysteem en de uitbreiding van de EU", Maandbericht, februari.
- Europese Centrale Bank** (2001), "Monetaire-beleidsvorming in een onzekere omgeving", Maandbericht, januari.
- Europese Centrale Bank** (2001), "Monetaire analyse: kader en instrumenten", Maandbericht, mei.
- Europese Centrale Bank** (2001), "Metingen van de onderliggende inflatie in het eurogebied", Maandbericht, juli.
- Europese Centrale Bank** (2001), "Problemen verbonden aan monetaire-beleidsregels", Maandbericht, oktober.
- Europese Centrale Bank** (2001), Het Monetaire beleid van de ECB, <http://www.ecb.europa.eu>.
- Europese Centrale Bank** (2001), Monetary analysis: tools and applications, <http://www.ecb.europa.eu>.
- Europese Centrale Bank** (2002), "List of monetary financial institutions and institutions subject to minimum reserves", <http://www.ecb.europa.eu>.
- Europese Centrale Bank** (2002), "Verbeterde balans- en rentestatistieken voor de MFI-sector", Maandbericht, april.
- Europese Centrale Bank** (2002), "De dialoog van het Eurosysteem met de kandidaat-lidstaten van de EU", Maandbericht, juli.
- Europese Centrale Bank** (2002), "De verantwoordingsplicht van de ECB", Maandbericht, november.
- Europese Centrale Bank** (2002), "Doorzichtigheid bij het monetaire beleid van de ECB", Maandbericht, november.
- Europese Centrale Bank** (2003), "Maatregelen ter verbetering van de doelmatigheid van het operationele kader voor het monetaire beleid", ECB Persbericht, 23 januari.
- Europese Centrale Bank** (2003), "Background studies for the ECB's evaluation of its monetary policy strategy", <http://www.ecb.europa.eu>.
- Europese Centrale Bank** (2003), "Uitkomsten van de beoordeling door de ECB van haar monetaire-beleidsstrategie", Maandbericht, juni.
- Europese Centrale Bank** (2003), "Maatregelen ter verbetering van het onderpandkader van het Eurosysteem", Openbare raadpleging, 11 juni, <http://www.ecb.europa.eu>.
- Europese Centrale Bank** (2003), Inflation differentials in the euro area: potential causes and policy implications, september.
- Europese Centrale Bank** (2004), The monetary policy of the ECB, <http://www.ecb.europa.eu>.

- Europese Centrale Bank** (2006), Convergentieverslag Mei, <http://www.ecb.europa.eu>.
- Europese Centrale Bank** (2006), Convergentieverslag, Mei, <http://www.ecb.europa.eu>.
- Europees Monetair Instituut** (1997), The single monetary policy in Stage Three: specification of the operational framework, januari.
- Europees Monetair Instituut** (1998), Het gemeenschappelijke monetaire beleid in het eurogebied – Algemene documentatie met betrekking tot de monetaire-beleidsinstrumenten en –procedures van het Eurosysteem, september, <http://www.ecb.europa.eu>.
- Issing, O.** (1994), Geschichte der Nationalökonomie, Vahlen Verlag.
- Issing, O.** (2007), Einführung in die Geldtheorie, 14. Auflage, Vahlen Verlag.
- Issing, O., V. Gaspar, I. Angeloni & O. Tristani** (2001), Monetary policy in the euro area: strategy and decision-making at the European Central Bank, Cambridge University Press.
- McCandless, G. T. & W. E. Weber** (1995), "Some Monetary Facts", Federal Reserve of Minneapolis Review, Vol. 19, No. 3, pp. 2-11.
- Papademos, L.** (2003), "The contribution of monetary policy to economic growth", toespraak tijdens de 31st Economics Conference, Wenen, 12 juni 2003, <http://www.ecb.europa.eu>.
- Papademos, L.** (2004), "Policy-making in EMU: strategies, rules and discretion", toespraak in de Banco de España, Madrid, 19 april 2004, <http://www.ecb.europa.eu>.
- Scheller, H.-P.** (2004), The European Central Bank – History, Role and Functions.
- Trichet, J.-C.** (2004), "Key issues for monetary policy: an ECB view", toespraak tijdens de National Association of Business Economics, Philadelphia, 5 oktober 2004, <http://www.ecb.europa.eu>.
- Trichet, J.-C.** (2004), "A stability-oriented monetary policy as a necessary condition for long-term growth", toespraak tijdens de UNICE Competitiveness Day, Brussel, 9 december 2004, <http://www.ecb.europa.eu>.

© Europese Centrale Bank, 2011

**Adres** Kaiserstrasse 29  
60311 Frankfurt am Main, Duitsland

**Postadres** Postfach 16 03 19  
60066 Frankfurt am Main, Duitsland

**Telefoon** +49 69 1344-0

**Fax** +49 69 1344-6000

**Website** <http://www.ecb.europa.eu>

**Auteur** Dieter Gerdesmeier

**Concept en ontwerp** Alexander Weiler  
Visuelle Kommunikation  
Hünstetten  
Duitsland

**Foto's** Andreas Pangerl, Corbis  
European Central Bank, Image Source  
Jane M. Sawyer, Photos.com

**Alle rechten voorbehouden.**

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

**ISBN (online)** 978-92-899-0701-9

