



COMMISSIE VAN DE EUROPESE GEMEENSCHAPPEN

Brussel, 19.6.2002
COM(2002) 332 definitief

MEDEDELING VAN DE COMMISSIE

**De eurozone in de wereldeconomie
– ontwikkelingen in de eerste drie jaar -**

MEDEDELING VAN DE COMMISSIE

INHOUDSOPGAVE

MEDEDELING VAN DE COMMISSIE	3
1. ECONOMISCHE SITUATIE EN BELEIDSRESULTATEN.....	8
1.1. Het derde jaar van de ene munt: het hoofd bieden aan de mondiale vertraging	8
1.2. De wisselkoers van de euro en de betalingsbalansen.....	10
1.3. Het macro-economisch beleid in de eurozone	12
1.4. Coördinatie van het economisch beleid in de EMU.....	15
2. TOEZIEN OP DE LOONONTWIKKELINGEN IN DE EMU.....	17
2.1 Inleiding	17
2.2. Loonontwikkeling: enkele gestileerde feiten	18
2.3. Factoren achter de loonmatiging van de laatste jaren	20
3. DE INVESTERINGEN EN HET GROEIPOTENTIEEL IN DE EUROZONE	23
3.1. Investeringsstendensen in de eurozone in de jaren negentig.....	23
3.2. Factoren die bepalend zijn voor de investeringen in de eurozone	25
4. HET FINANCIËEL STELSEL VAN DE EUROZONE	28
4.1. Algemene ontwikkelingen in het financieel stelsel van de EU.....	28
4.2. Geldmarkt en derivatenmarkten.....	29
4.3. Obligatiemarkten.....	30
4.4. Aandelenmarkten	33
4.5. Durfkapitaal	34
4.6. Financiële tussenpersonen.....	34
4.7. Uitdagingen voor de beleidsmakers	35
5. DE EURO ALS INTERNATIONALE VALUTA.....	37
5.1. Inleiding	37
5.2. Internationaal gebruik van de euro door de particuliere sector.....	37
5.3. Internationaal gebruik van de euro door de openbare sector	39
5.4. De kandidaat-lidstaten en de euro	40
5.5. De bijdrage van de eurozone aan de internationale beleidscoördinatie	41

De eurozone in de wereldeconomie – samenvatting

De derde fase van de Economische en Monetaire Unie (EMU) ging op 1 januari 1999 van start met de elf lidstaten die een hoge mate van nominale convergentie hadden bereikt, zoals gepland in het EG-Verdrag. Griekenland werd vervolgens geacht ook aan de voorwaarden voor een geslaagde deelneming te voldoen, en sloot zich op 1 januari 2001 bij de andere lidstaten aan. De invoering van bankbiljetten en munten op 1 januari 2002 was een moeilijke logistieke operatie, maar verliep zo rimpelloos als men maar had kunnen hopen. De euro is een tastbare realiteit geworden.

De voordelen van de ene munt, verankerd in een deugdelijk institutioneel beleidskader van verantwoorde macro-economische beleidsmaatregelen en gecombineerd met structurele hervormingen, waren in de eerste drie jaar van de derde fase van de EMU zichtbaar. Gedurende de eerste twee jaar groeide het BBP met ongeveer 3%, iets boven het potentieel, zonder dat dit leidde tot het soort onevenwichtigheden waardoor de duurzaamheid van de groei in vele delen van de wereld wordt bedreigd. De particuliere besparingen bleven op het bevredigende niveau van ongeveer 15% van het beschikbare inkomen, de begrotingstekorten bleven dalen, zij het niet in hetzelfde tempo als gedurende de convergentiefase 1990-98, waardoor de netto-besparingen van de overheid stegen, en de investeringen ontwikkelden zich gezond, maar gestadig, zonder dat er een overinvesteringsprobleem ontstond. Dientengevolge bleef de lopende rekening van de eurozone min of meer in evenwicht.

Het derde jaar van de ene munt: het hoofd bieden aan de mondiale vertraging

In 2001 koelde de wereldeconomie zeer snel af en liep de wereldhandel terug van een groei van ongeveer 12% in het voorgaande jaar tot bijna geen groei meer. Hoewel de eurozone een veel hechtere economische entiteit vormt dan de erbij aangesloten lidstaten, blijft de handel belangrijk, en derhalve moest de teruggang in de wereldhandel wel een grote impact hebben. Bovendien is de eurozone sterk geïntegreerd in de wereldeconomie en derhalve worden de effecten van internationale ontwikkelingen ook weerspiegeld in de financiële banden, de grensoverschrijdende eigendom van ondernemingen en de vertrouwenseffecten. Gemeenschappelijke schokken, de stijging van de olieprijs, 11 september en een correctie van de aandelenprijzen droegen alle bij tot de mondiale vertraging. Binnenlandse factoren speelden echter ook een rol. De groei van het BBP in de eurozone vertraagde in de loop van het jaar en kwam in het laatste kwartaal van 2001 vrijwel tot stilstand.

Ondanks de vertraging van de bedrijvigheid hield de banenschepping verrassend goed stand, waarschijnlijk ten gevolge van de arbeidsmarkthervormingen die plaatsvonden ter voorbereiding van de ene munt en sindsdien zijn voortgezet. In de eerste drie jaar van de ene munt zijn in de eurozone ongeveer 6 miljoen banen geschapen. Iets minder positief is dat de inflatie van het zeer lage peil van ruim 1% in het eerste jaar van de derde fase van de EMU, is gestegen tot 2,5% in 2001. Dit is hoofdzakelijk het resultaat van een opeenvolging van bijzondere factoren: twee sterke stijgingen van de olieprijs waarvan het effect nog werd verergerd door de zwakheid van de euro ten opzichte van de valuta's van de voornaamste handelspartners, en een reeks stijgingen van de voedselprijzen die verband hielden met ziekten en het weer.

Wisselkoers van de euro en externe omstandigheden

Sinds de invoering in 1999 is de euro met meer dan 20% gedeprimeerd ten opzichte van de USD. Nominaal had de eenheidsmunt tegen het voorjaar van 2001 effectief meer dan 10% verloren, maar sindsdien is zij tamelijk stabiel gebleven¹. De reële wisselkoers van de euro in termen van arbeidskosten per eenheid product ligt ver onder het gemiddelde op lange termijn (1980-2000).

¹ De opstelling van deze mededeling werd op 21 maart 2002 afgesloten.

Daardoor verkeren de producenten van de eurozone in een gunstige positie bij de concurrentie met leveranciers in derde landen. Het concurrentievoordeel van de binnenlandse productie ten opzichte van het buitenlandse aanbod verklaart mede waarom de netto-uitvoer in 2001 een positieve bijdrage tot het BBP kon leveren ondanks de sterke teruggang van de wereldhandel. Tegelijkertijd deed het achterwege blijven van een appreciatie van de euro naar een peil dat meer in overeenstemming was met de economische basisvoorwaarden, geen goed aan de strijd tegen de inflatie.

Mondiaal gezien zijn er nog ernstige externe onevenwichtigheden. Tegenover een groot tekort op de lopende rekening van de VS-economie staat een groot overschot op de lopende rekening in Japan en enkele andere Aziatische landen, terwijl de lopende rekening van de eurozone als geheel min of meer in evenwicht was. Het is de vraag in hoeverre conjuncturele factoren bijdragen tot de mondiale onevenwichtigheden, maar zij zouden geleidelijk moeten afnemen naarmate de groei in de respectieve zones naar zijn trendmatige peil terugkeert.

Budgettair en monetair beleid

Met een onevenwichtige begrotingssituatie als uitgangspunt werd de laatste zes jaar veel voortgang gemaakt op de weg naar grotere begrotingsconsolidatie. Sinds begin 1999 werd het begrotingsbeleid volgens het stabiliteits- en groeipact (SGP) vastgesteld en werd de referentiewaarde van 3% volledig gehaald. In de meeste landen werd de begrotingsaanpassing voortgezet, zij het in een trager tempo. Ten gevolge van belastingverlagingen waartoe eerder was besloten, en de conjuncturele vertraging in 2001, zijn de werkelijke begrotingstekorten groter geworden, maar de structurele tekorten zijn min of meer ongewijzigd gebleven. In de meeste lidstaten konden de automatische stabilisatoren de effecten van de vertraging opvangen.

Ondanks de gemaakte voortgang zijn er nog aanzienlijke begrotingstekorten in Duitsland, Frankrijk, Italië en Portugal. Verdere consolidatie-inspanningen zijn vereist om in 2004 te komen tot begrotingen die bijna in evenwicht zijn. Hiertoe zijn verbintenissen aangegaan in de geactualiseerde stabiliteitsprogramma's 2001. Het feit dat de lidstaten zich hadden vastgelegd op deze middellangetermijndoelstelling, werd bevestigd door de Europese Raad van Barcelona. Naar aanleiding van de besprekingen in de Raad over de ontwerp-aanbevelingen van de Commissie voor een vroegtijdige waarschuwing, deden Duitsland en Portugal harde politieke toezeggingen die tegemoet kwamen aan de essentie van de bezorgdheid van de Commissie.

Het monetaire beleid bleef gericht op zijn voornaamste doelstelling, prijsstabiliteit in de eurozone, door de ECB gedefinieerd als een op middellange termijn te bereiken HICP-inflatie van minder dan 2%. Dank zij de vooruitziende, middellange gerichtheid van de ECB konden de rentetarieven in 2001 viermaal worden verlaagd met in totaal 150 basispunten tot een peil van 3,25%, tegen de achtergrond van een vertragende economie die een neerwaartse druk op de inflatie uitoefende. De financieringsvoorwaarden bleven bevorderlijk voor groei. Tegelijkertijd bleven de inflatieverwachtingen verenigbaar met de door de ECB gehanteerde kwantitatieve definitie van prijsstabiliteit. Aangezien de inflatiepercentages van lidstaat tot lidstaat blijven verschillen en de monetaire voorwaarden in het algemeen te krap zijn wanneer de inflatiedruk laag is, en te soepel wanneer de finale vraag groter is dan de potentiële productie, kan het begrotingsbeleid een mogelijk instrument zijn, maar dit instrument dreigt overbelast te worden zonder een meer flexibel loon- en prijsstelsel.

Beleidscoördinatie

Een deugdelijk economisch beleidskader was overheersend gedurende de eerste drie jaar van de EMU. Het wordt gekenmerkt door een aantal in het Verdrag vastgelegde beginselen - een open-markteconomie met vrije concurrentie, stabiele prijzen en gezonde openbare financiën -, die bevorderlijk zijn voor duurzame groei en hoge werkgelegenheid. Het ene monetaire beleid wordt toevertrouwd aan de onafhankelijke ECB. De eerste doelstelling is het handhaven van prijsstabiliteit. De lidstaten blijven verantwoordelijk voor de meeste onderdelen van het economisch beleid, d.i. het nationale begrotingsbeleid en het structuurbeleid.

Het Verdrag voorziet in een stelsel van coördinatie van het economisch beleid, waardoor positieve spill-over-effecten worden bevorderd en waarbij rekening wordt gehouden met mogelijke negatieve externe effecten die zouden kunnen optreden wanneer de besluitvorming niet wordt gecoördineerd. De globale richtsnoeren voor het economisch beleid van de lidstaten en de Gemeenschap (GREB) zijn het centrale element in dit stelsel. De sinds 1997 waargenomen forse werkschepping weerspiegelt ook de door de lidstaten ten uitvoer gelegde arbeidsmarkthervormingen, onder andere in het kader van de Europese werkgelegenheidsstrategie. De jaarlijkse werkgelegenheidsrichtsnoeren zijn het op het Verdrag gebaseerde instrument voor de coördinatie van het werkgelegenheidsbeleid. Een ander belangrijk op het Verdrag gebaseerd element is het multilaterale toezicht op het economisch beleid.

De coördinatie van het economisch beleid (d.w.z. het begrotings- en het structuurbeleid) zou nog kunnen worden versterkt door waar nodig processen te stroomlijnen en door de door de Commissie voorgestelde en door de Europese Raad van Barcelona bekrachtigde maatregelen ten uitvoer te leggen. Voor een betere gemeenschappelijke beoordeling van de economische situatie moet meer worden gedaan om te voldoen aan de EMU-vereisten op het gebied van statistiek. Met het oog op een meer universele opvatting van wat een goed economisch beleid in de EMU vormt, is de Commissie bovendien voornemens een reeks gemeenschappelijke normen voor het voeren van het economisch beleid voor te stellen teneinde consensus te bevorderen, de economie beter te beheren en de transparantie te verhogen.

Loonvorming in de EMU

De monetaire unie heeft in vele opzichten het macro-economische klimaat voor de loon- en prijsvorming in de eurozone gewijzigd. De loononderhandelingen moeten worden aangepast aan het nieuwe beleidskader, dat een hogere mate van nominale loonflexibiliteit vereist om het concurrentievermogen van de eurozone te garanderen. Tegelijkertijd moet bij loonsverhogingen op nationaal niveau de invloed op de inflatie in de gehele zone in aanmerking worden genomen.

In de eurozone als geheel is het laatste decennium indrukwekkende voortgang gemaakt met de nominale stabilisatie van zowel prijzen als lonen. In de jaren negentig vond een opmerkelijk desinflatieproces plaats, en tegen 1997 was de inflatie onder de grens van 2% gedaald. Ondanks een stijging in 2001 is de inflatie van de nominale arbeidskosten per eenheid product in de eurozone snel gedaald. Bovendien zijn er ondanks een duidelijke daling van de werkloosheid gedurende de laatste paar jaar weinig tekenen geweest die wezen op een belangrijke versnelling van de stijging van de nominale arbeidskosten per eenheid product. Over het geheel genomen kan er nauwelijks aan worden getwijfeld dat er in de eerste jaren van de EMU en zelfs in sommige eerdere jaren een indrukwekkende mate van nominale loonmatiging is geweest, die alleen maar kan worden toegeschreven aan veranderingen in de onderliggende gedragingen.

De reële loonmatiging heeft vruchten afgeworpen en bijgedragen tot de dynamiek van de werkschepping in de laatste jaren. Naar raming is de NAIRU voor de eurozone gedaald met ongeveer 1,5 procentpunt, waaruit kan worden afgeleid dat ongeveer de helft van de verbetering van de huidige werkloosheid kan worden geacht van structurele aard te zijn. De loondiscipline die in de daling van de NAIRU wordt weerspiegeld, wordt verklaard door de relatief wijdverbreide hervormingen van de product- en de arbeidsmarkten in de meeste landen van de eurzone, waardoor in de tweede helft van de jaren negentig de concurrentie op de goederen- en dienstenmarkten werd gestimuleerd en de verdeling van de arbeidsmarkten tussen insiders en outsiders werd aangepakt.

Tevens moet echter worden erkend dat de hervormingen in sommige landen veel sneller vorderden dan in andere, waarbij alle grote economieën van de eurozone nog gebukt gingen onder een relatief hoge structurele werkloosheid. De hervormingen hadden ook een eerder fragmentarisch karakter, waaruit kan worden afgeleid dat verdere hervormingen nodig zijn om de NAIRU verder te doen dalen.

Derhalve is deze wijdverbreide loonmatiging moeilijk te verklaren zonder de rol van het inkomensbeleid in een aantal landen in aanmerking te nemen. Het gaat erom de vereiste dat de lonen in de gehele eurozone verenigbaar moeten blijven met de prijsstabiliteitsdoelstelling van de ECB, te verenigen met de behoefte aan meer flexibiliteit, om verschillen in het peil en het groeitempo van de productiviteit in aanmerking te nemen, teneinde adequaat te reageren op regio- of sectorspecifieke wijzigingen in de vraag, en de vooruitzichten op goed betaalde banen te verbeteren.

Investerings- en groeipotentieel in de eurozone

Overheids- en privé-investeringen zijn cruciaal voor de ontwikkeling van het groeipotentieel van de eurozone op middellange en langere termijn. De EMU en het beleidskader waarin zij is ingebed, zullen waarschijnlijk een positieve invloed hebben op de voornaamste determinanten van de investeringen, zoals rentabiliteit en reële rentetarieven: door de grotere financiële integratie zullen de financieringsvoorwaarden verbeteren en door de verlaagde wisselkoersrisico's zullen de investeringen efficiënter kunnen worden gealloceerd. Ten slotte zullen dankzij de begrotingsdiscipline de particuliere investeringen minder worden verdrongen.

Het is te vroeg om definitieve conclusies te trekken over de invloed van de EMU op de investeringen omdat er nog te weinig tijd is verstreken sinds de invoering van de euro. Enkele bemoedigende tekenen wijzen niettemin in de goede richting. De aanloopperiode tot de EMU sinds het midden van de jaren negentig meegerekend, zijn de reële rentetarieven gedaald en de reële wisselkoersschommelingen verminderd en handhaaft de rentabiliteit na belasting zich op een relatief hoog peil. Evenzo vertonen de economieën van de eurozone een grote convergentie van de investeringsquotas, die gepaard gaat met convergerende economische voorwaarden zoals rentabiliteit en rentetarieven, welke het resultaat zijn van zowel een diepere marktintegratie als een meer geharmoniseerd institutioneel kader. De BDI-stromen leveren een minder overtuigend beeld op. Fusies en overnames, die wellicht de strategische doelstellingen van de ondernemingen op langere termijn weerspiegelen, hebben de laatste jaren de BDI-stromen overheerst.

De euro en het financiële stelsel van de eurozone

Sinds de omschakeling op de euro in januari 1999 is het tempo van de integratie van de financiële markten van de eurozone duidelijk versneld. Natuurlijk is de euro niet de enige factor achter deze versnelling: de mondialisering, bevorderd door de liberalisering van het internationale kapitaalverkeer, de deregulering van de financiële sector en de technologische vooruitgang, alsmede de voortgang bij de totstandbrenging van een gemeenschappelijk regelgevingskader in de EU (als onderdeel van het streven de interne markt voor financiële diensten te voltooien) zijn ook cruciaal geweest, evenals de financiële hervormingen op nationaal niveau.

De euro heeft het wisselkoersrisico als bron van fragmentering in het financiële stelsel van de eurozone opgeheven en tegelijkertijd de substitutiekosten van de resterende belemmeringen voor de integratie volledig aan het licht gebracht. De diepere integratie ten gevolge van de euro wordt weerspiegeld in meer homogene markten, een consolidatiegolf bij tussenpersonen en beurzen en de opkomst van nieuwe en innoverende producten en technieken.

Naarmate de marktactoren meer pan-Europese strategieën zijn gaan volgen, hebben de beleidsmakers op EU-niveau gereageerd door een coherente beleidsstrategie voor de voltooiing van de interne markt voor financiële diensten uit te werken en zich ertoe te verbinden deze strategie snel ten uitvoer te leggen (zie bijvoorbeeld de conclusies van de Europese Raad van Barcelona van maart 2002). Eerst en vooral heeft de EU een ambitieuze termijn, het jaar 2005, vastgesteld voor de tenuitvoerlegging van het actieplan voor financiële diensten (APFD) - een pakket van 42 beleidsinitiatieven ter verbetering van de werking van het financiële stelsel van de EU. Een nog knappere termijn, 2003, is vastgesteld voor de acties betreffende de effectenmarkten en voor het actieplan voor risicokapitaal (APRK). Laatstgenoemd plan is de blauwdruk voor de ontwikkeling van een geïntegreerde en efficiënte markt voor risicokapitaalfinanciering ten behoeve van jonge en innoverende bedrijven. Ten tweede moet het

APFD in alle lidstaten consistent ten uitvoer worden gelegd, zodat er effectieve - en niet alleen nominale - integratie van de nationale financiële markten is. Het op basis van de voorstellen van het Comité-Lamfalussy goedgekeurde nieuwe besluitvormingskader voor de effectenwetgeving dient bij te dragen tot de verwezenlijking van deze doelstelling en ervoor te zorgen dat de wetgeving sneller wordt aangepast aan de evoluerende financiële markten. Ten derde moet het concurrentiebeleid proactief zijn naarmate de financiële integratie vordert, om ervoor te zorgen dat de economische voordelen volledig worden benut. Ten vierde moeten de consumenten en de beleggers adequaat worden beschermd, zodat zij het vertrouwen hebben om te opereren in - en aldus alle voordelen te plukken van - één enkele, zich over de gehele Unie uitstrekkende markt.

De euro als internationale valuta

De US-dollar is nog steeds de belangrijkste internationale valuta, maar de euro is inmiddels de tweede valuta in de wereld geworden. Er zijn een aantal factoren die pleiten voor het gebruik van de euro als internationale valuta. De eerste is de grote omvang van de economie van de eurozone. Deze zorgt voor ongeveer 16% van het mondiale BBP, waarmee zij iets kleiner is dan de VS (21%), maar veel groter dan Japan (8%). De cijfers voor het aandeel van de drie zones in de totale wereldhandel in goederen en diensten geven hetzelfde aan. De tweede factor die de euro aantrekkelijk maakt als internationale munt, is zijn stabiliteit, die de deugdelijke economische grondslagen van de eurozone, geschaagd door het op stabiliteit gerichte economische beleidskader van de EMU, weerspiegelt. De derde factor is de voortgaande integratie van de nationale financiële markten in Europa tot brede, diepe en liquide pan-Europese financiële markten, waardoor de euro belangrijker zal worden bij de internationale leningsoperaties. Niettemin zal de USD wegens netwerk- en schaafeffecten waarschijnlijk de dominante valuta blijven. In elk geval is de internationalisering van de euro een door de particuliere sector gedragen proces, terwijl het Eurosysteem de internationalisering van de euro als beleidsdoelstelling belemmert noch actief bevordert.

De eurozone, en niet meer haar lidstaten, wordt thans door de rest van de wereld in aanmerking genomen wanneer internationale macro-economische vraagstukken worden besproken. De met het multilaterale toezicht belaste internationale instellingen, zoals het IMF en de OESO, hebben thans de implicaties van deze veranderingen onderkend, hetgeen tot uiting komt in het feit dat zij geregeld de algemene macro-economische situatie van de eurozone beoordelen. De verandering wordt ook weerspiegeld in de verklaringen van de ministers van financiën van de G7, waarin niet meer wordt verwezen naar de macro-economische toestand van bepaalde lidstaten van de eurozone, maar naar de situatie van de eurozone als geheel.

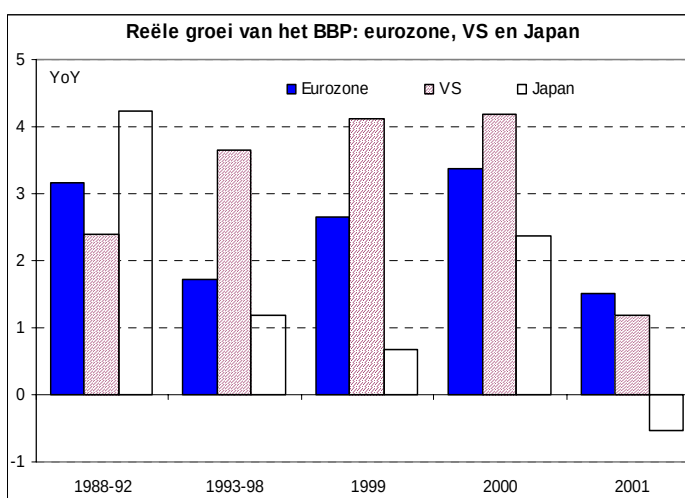
De EMU heeft een proces tot ontwikkeling van gemeenschappelijke Europese standpunten bevorderd, waardoor de Gemeenschap in staat wordt gesteld een met haar economisch en financieel gewicht overeenkomende internationale rol te gaan vervullen. Dit moet worden aangevuld door verdere voortgang op het gebied van de vertegenwoordiging.

1. ECONOMISCHE SITUATIE EN BELEIDSRESULTATEN

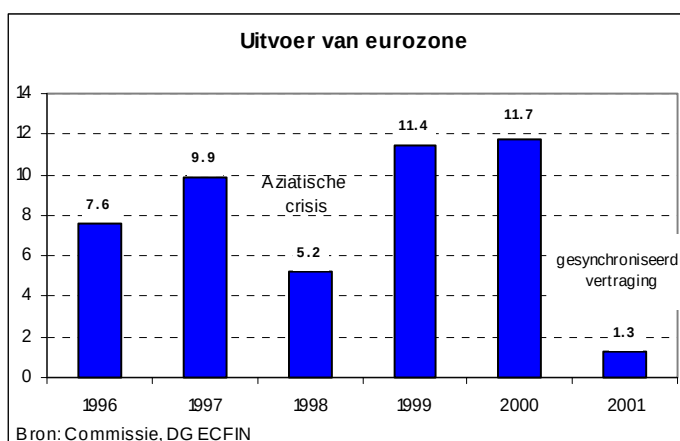
1.1. Het derde jaar van de ene munt: het hoofd bieden aan de mondiale vertraging

In de eerste twee jaar van de derde fase van de EMU overschreed de BBP-groei van gemiddeld 3% per jaar het potentieel, waarop in het derde jaar een sterke maar kortstondige teruggang volgde. De BBP-groei vertraagde in 2001 en blijft waarschijnlijk in het eerste deel van 2002 gematigd. Er waren binnenlandse en externe oorzaken voor de vertraging. Het gezinsverbruik was sinds het najaar 2000 inert doordat de koopkracht van de gezinnen in de eurozone werd verzwakt door de stijging van de energieprijzen en de prijzen van voedingsmiddelen alsmede door de appreciatie van de USD ten opzichte van de euro. Bovendien verminderde het consumentenvertrouwen door de steeds grotere onzekerheid over de inkomensvooruitzichten en de dalende aandelenkoersen. De investeringen liepen terug doordat de winsten daalden, en de vraagvooruitzichten werden slechter.

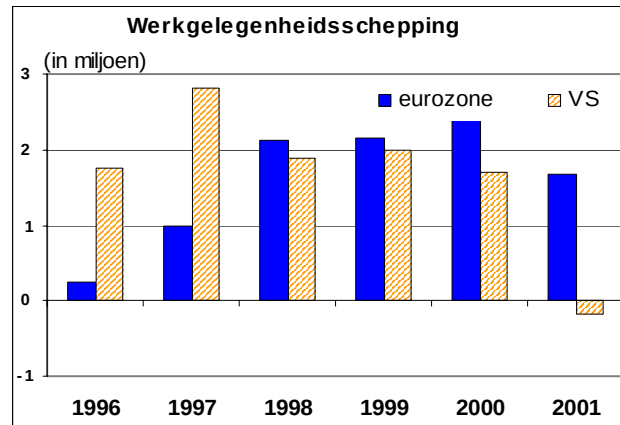
Er is een steeds grotere synchronisering met de wereldeconomie. Sinds de invoering van de ene munt kwam de BBP-groei in de eurozone steeds dichterbij die in de VS, terwijl tegelijkertijd het conjunctuurpatroon een hoge mate van synchronisering met andere grote economieën ging vertonen. Dit contrasteert met de convergentieperiode (1990-98). De hoge mate van synchronisering tijdens de recessie van de laatste jaren werd verklaard door gemeenschappelijke schokken: de stijging van de olieprijs, het uiteenspatten van de IT-luchtbel, en de gebeurtenissen van 11 september. Zij kan echter ook worden gezien als een teken dat de euro zich meer is gaan gedragen zoals mag worden verwacht van een economie die zo diep in de wereldeconomie is geïntegreerd als de eurozone.



Op het externe front viel de buitenlandse vraag ver terug ten gevolge van de sterke daling van de mondiale bedrijvigheid. De groei van de wereldhandel was ernstig vertraagd en ondanks de zwakke euro viel de reële stijging van de uitvoer uit de eurozone terug van 12,5% in 2000 tot iets meer dan 2% verleden jaar. Doordat de invoer sneller daalde dan de uitvoer, leverde de externe sector niettemin een positieve bijdrage tot de groei. Een herstel van de bedrijvigheid zou kunnen worden gedragen door een groeiend consumentenvertrouwen, gepaard gaande met stijgingen van het reële beschikbare inkomen, vermindering van de voorraden, groeibevorderende monetaire voorwaarden, en een gunstiger extern klimaat.

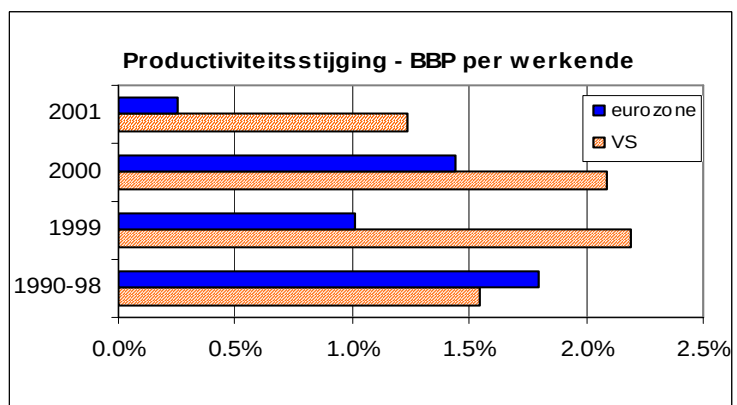


De versnelling van de economische bedrijvigheid gedurende de eerste twee jaar had een gunstige invloed op de werkgelegenheid. Interessant is dat de banenschepping echter redelijk goed stand hield, zelfs tijdens de teruggang. In de eerste drie jaar van de ene munt zijn in de eurozone ongeveer 6 miljoen banen geschapen, tegen 3,5 miljoen in de VS. De werkloosheid daalde van 11,3% in 1997 tot 8,3% in 2001. De BBP-groei heeft dus geleid tot een sterkere toename van de werkgelegenheid.

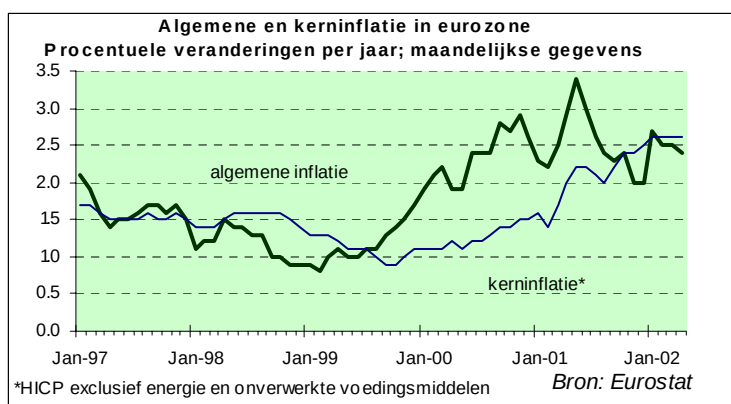


De verklaringen voor deze vele banen opleverende groei zijn gelegen in structurele wijzigingen op de arbeidsmarkt. Een langdurige periode van loonmatiging heeft gezorgd voor een ommekeer in de tendens tot substitutie van arbeid door kapitaal die in de eerste helft van de jaren negentig zo schadelijk was voor de werkgelegenheid. Aan de aanbodzijde is de participatiegraad van vooral vrouwen aanmerkelijk toegenomen, zoals ook het aandeel van deeltijdbanen en tijdelijke contracten in de totale werkgelegenheid. De gemiddelde participatiegraden liggen niettemin nog onder die van de VS of de Scandinavische landen.

De productiviteitsstijging in de eurozone en in de VS was in de eerste helft van de jaren negentig gemiddeld min of meer gelijk. Sinds de tweede helft van de jaren negentig was de productiviteit in de VS echter veel hoger dan gewoonlijk in de rijpe fase van de conjunctuur, terwijl de productiviteit in de eurozone een conventioneel tempo en een procyclisch patroon heeft behouden. Een ander belangrijk verschil was de sterkere stijging van het arbeidsaanbod in de VS, die deels was toe te schrijven aan migratie, en het vermogen van de Amerikaanse economie om een groeiend aantal arbeidskrachten op te nemen. Beide factoren verklaren waarom de BBP-groei in de VS hoger was dan in de eurozone.



Na een zeer gematigde inflatie in het begin van de derde fase van de EMU zijn sinds begin 2000 de stijgingen van de consumptieprijzen boven de door de ECB vastgestelde grens van 2% gebleven. De algemene HICP-inflatie nam toe van 1,1% in 1999 tot 2,3% in 2000 en 2,5% in 2001. De stijging kan grotendeels worden verklaard door een opeenvolging van bijzondere kostenverhogende factoren, terwijl de output gap sinds het midden van de jaren negentig meestal negatief was.



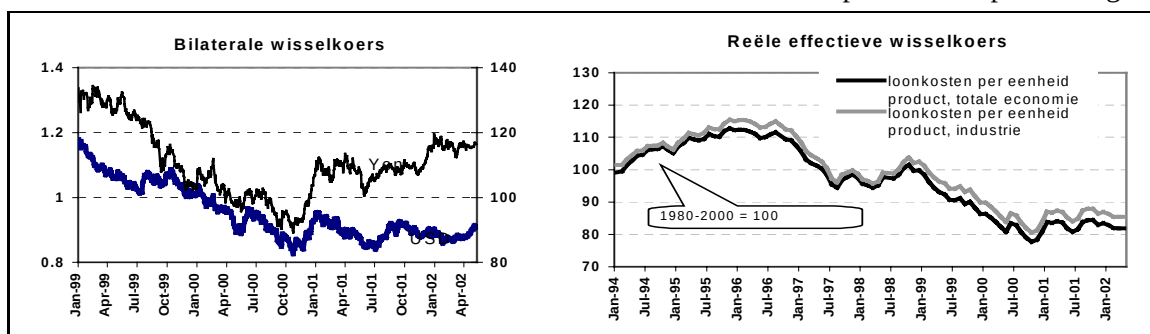
Twee belangrijke kostenverhogende factoren overheersten de ontwikkelingen van de inflatie van de consumptieprijzen: stijgingen van de invoerprijzen en de binnenlandse prijzen van voedingsmiddelen. De hogere invoerprijzen, voornamelijk door een combinatie van hogere wereldmarktprijzen voor olie en een zwakkere euro, vormden de belangrijkste drijvende kracht achter de stijging van de inflatie in 1999 en het grootste deel van 2000. Eind 2000 waren BSE, mond- en klauwzeer en het ongewoon slechte weer de factoren die tot het midden van het voorjaar van 2001 de HICP-inflatie verder deden oplopen. Ten slotte werd begin 2002 de algemene inflatie verder omhoog gedreven door verdere stijgingen van de prijzen van verse voedingsmiddelen ten gevolge van het ongewoon koude weer in sommige delen van Europa, alsmede minder gunstige ontwikkelingen van de energieprijzen.

1.2. De wisselkoers van de euro en de betalingsbalansen

Eurozone

Na zijn invoering in 1999 deprecieerde de euro met meer dan 20% tegenover de USD, maar na het in oktober 2000 bereikte dieptepunt werd ongeveer 10% teruggewonnen. In nominale effectieve termen had de eenheidsmunt tegen het voorjaar 2001 meer dan 10% verloren, maar sindsdien is zij min of meer stabiel gebleven. De meer recente stabiliteit is een resultaat van het feit dat de USD en het GBP zonder duidelijke richting schommelden in een bredere marge ten opzichte van de euro, terwijl de depreciatie van de euro ten opzichte van de CHF ongeveer werd gecompenseerd door winst ten opzichte van de JPY. De relatieve stabiliteit van de effectieve wisselkoers gedurende deze periode is verrassend, gezien de dramatische slingerbewegingen in de wereldeconomie en de algemene opvatting dat de euro fundamenteel ondergewaardeerd is.

De reële effectieve wisselkoers van de euro in termen van arbeidskosten per eenheid product ligt ver



onder het gemiddelde op lange termijn (1980-2000). De producenten van de eurozone verkeren in een gunstige positie bij de concurrentie met leveranciers uit derde landen. Het concurrentievoordeel van de binnenlandse productie ten opzichte van het buitenlandse aanbod verklaart mede waarom de netto-uitvoer in 2001 een positieve bijdrage tot het BBP kon leveren ondanks de sterke teruggang van de wereldhandel. Tegelijkertijd deed het achterwege blijven van een appreciatie van de euro naar een peil dat meer in overeenstemming was met de economische basisvoorwaarden, geen goed aan de strijd tegen de inflatie.

De reële effectieve wisselkoers is een belangrijke factor die de grensoverschrijdende handelsstromen bepaalt. Wijzigingen in de directe belastingen, loonovereenkomsten en landspecifieke kostenfactoren beïnvloeden de positie van de binnenlandse producenten op de wereldmarkt². Een reële depreciatie verbetert in het algemeen de concurrentiepositie van de binnenlandse producenten, maar betekent tegelijkertijd een verlies aan koopkracht voor de consumenten. De inflatie wordt er ook ongunstig door beïnvloed. Welk niveau van "concurrentievermogen" goed is, hangt af van de economische omstandigheden op dat tijdstip.

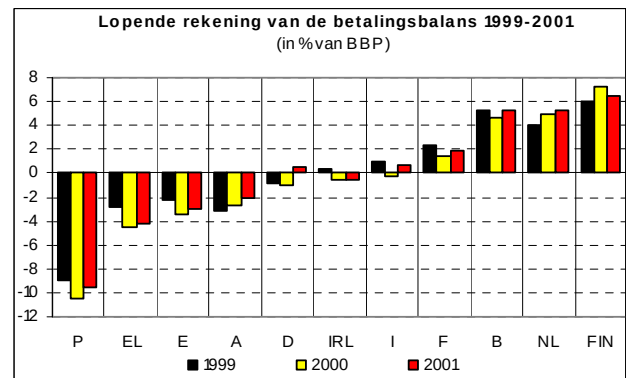
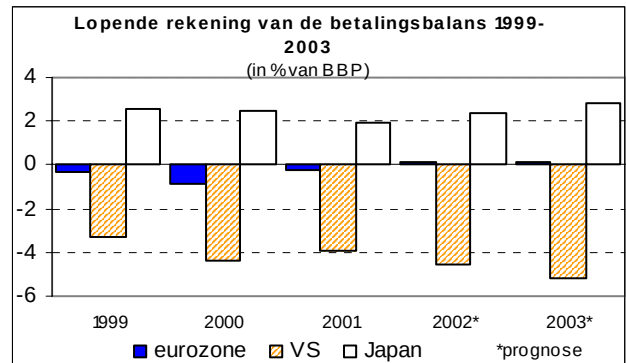
² Prijsconcurrentievermogen is een beperkt begrip; andere factoren zoals productkwaliteit, dienstverlening en punctualiteit beïnvloeden ook de kracht van de exportsector van een land. In het Global Competitiveness Report van het World Economic Forum worden de landen gerangschikt naar hun "huidig concurrentievermogen" en hun "groeiconcurrentievermogen". De Europese Commissie publiceert ook elk jaar een verslag over het concurrentievermogen van de ondernemingen. Zie ook "Competitiveness: A Dangerous Obsession" door P. Krugman, Foreign Affairs, maart-april 1994.

De lopende rekening van de eurozone werd gedurende het gehele jaar 2001 steeds beter. Het jaartotaal vertoonde een zeer klein overschot, en volgens de meeste recente ramingen wordt voor de periode tot 2003 een klein overschot verwacht. Mondiaal gezien bleven de ernstige externe onevenwichtigheden onverminderd voortbestaan. Het grote tekort op de lopende rekening van de VS wordt deels gecompenseerd door een groot overschot op de lopende rekening van Japan en sommige andere Aziatische landen, terwijl voor de eurozone als geheel de lopende rekening min of meer in evenwicht was. Het is de vraag in hoeverre conjuncturele factoren bijdragen tot de mondiale onevenwichtigheden, maar deze zouden geleidelijk moeten verdwijnen naarmate de groei in de respectieve zones naar haar trendmatige pad terugkeert. Ceteris paribus zouden de conjuncturele factoren impliceren dat de lopende rekening tekorten vertoont in periodes van bovengemiddelde inkomensstijging, en overschotten in tijden waarin de inkomensstijging onder het gemiddelde ligt.

Lidstaten

De lopende rekening van de eurozone vertoonde in haar eerste drie jaar geen significante onevenwichtigheden, maar er waren wel verschillen tussen de ontwikkelingen in de lidstaten. Externe onevenwichtigheden binnen de eurozone doen vragen rijzen over de wenselijkheid en houdbaarheid van externe onevenwichtigheden in de EMU. Hoewel er in het verleden altijd onevenwichtigheden op de lopende rekeningen op nationaal niveau hebben bestaan, heeft de euro de situatie ingrijpend veranderd, aangezien de ene financiële markt het gemakkelijker maakt tekorten te financieren. Landen zouden immers gedurende lange tijd een onevenwichtige lopende rekening kunnen hebben en aldus hoge netto externe posities kunnen opbouwen. Als zodanig is dit niet verkeerd. Er kunnen goede redenen zijn voor tekorten op de lopende rekening (bv. in de context van een inhaalproces) die de bedrijvigheid van de particuliere sector weerspiegelen. Een onevenwichtigheid in de internationale rekening van een lidstaat zal echter uiteindelijk een wijziging in zijn netto externe positie impliceren. En zelfs zonder verder in te gaan op de theoretische grondslagen van de houdbaarheid van de lopende rekening, kan men stellen dat het accumuleren van buitenlandse schuld op den duur aan grenzen is gebonden. Aangezien correcties niet meer kunnen plaatsvinden in de vorm van wijzigingen van de nominale wisselkoers, zijn andere kanalen die van invloed zijn op het concurrentievermogen belangrijker geworden. Voor een land dat zijn prijsconcurrentievermogen moet verbeteren, zijn loonmatiging of structurele hervormingen ter verhoging van de productiviteit de enige middelen. Structurele hervormingen zijn bijzonder dringend geworden nu relatieve loonmatiging moeilijker is geworden in het klimaat van lage inflatie in de eurozone.

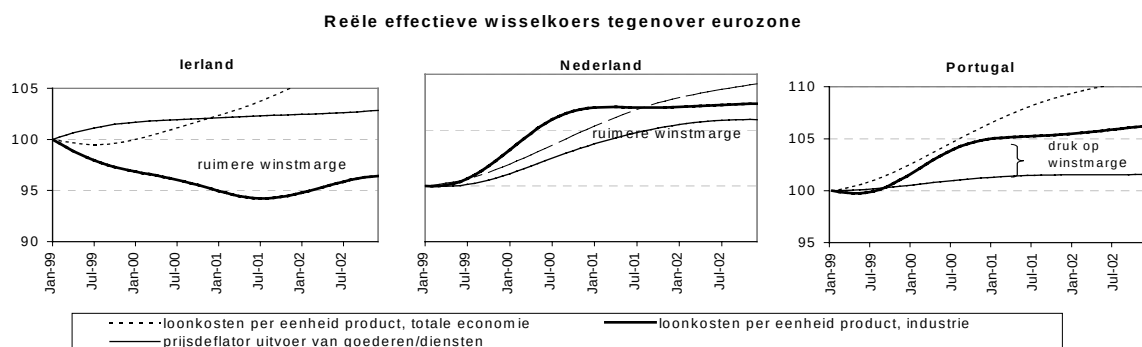
De situatie op het gebied van het concurrentievermogen varieert van lidstaat tot lidstaat, zowel met betrekking tot het niveau als met betrekking tot de recente ontwikkelingen ervan. In de afzonderlijke lidstaten hebben sinds het begin van de EMU de volgende ontwikkelingen plaatsgevonden in vergelijking met het gemiddelde van de eurozone³: in sommige landen verminderde het kostenconcurrentievermogen - Portugal (een achteruitgang met 10%), Nederland (-8%), Ierland (-6%) en Spanje (-3%) -, in andere landen verbeterde het kostenconcurrentievermogen - Duitsland (een vooruitgang met +5%), Griekenland (+5%) en Oostenrijk (+2%) -, terwijl in nog andere landen het kostenconcurrentievermogen min of meer stabiel bleef: Frankrijk (+0,6%), België-Luxemburg (-0,4%), Italië (-1%) en Finland (-1%).



³ Gemeten met de reële effectieve wisselkoers in termen van arbeidskosten per eenheid product in de verwerkende industrie.

De sinds de invoering van de euro waargenomen trends wijzen niet noodzakelijk op ontwikkelingen die zich verwijderen van het gewenste peil van concurrentievermogen, aangezien de uitgangsposities niet altijd een evenwichtspositie weerspiegelden. Divergerende ontwikkelingen van de reële effectieve wisselkoers in de verschillende lidstaten kunnen worden verklaard door verschillende productiviteitsstijgingspercentages, verschillende inflatiepercentages, en structurele factoren zoals de openheid van de economie en de samenstelling van de handel. Een dergelijke diepgaande beoordeling van de bewegingen van de reële wisselkoersen vereist een uitvoerige analyse van de economische situatie in elk land.

Om de potentiële implicaties te beoordelen, kan eventueel worden gekeken naar de verandering van de uitvoerprijzen minus de verandering van de arbeidskosten per eenheid product in de verwerkende industrie als indicator voor de ontwikkelingen van de winstmarges. Indien kostenstijgingen niet kunnen worden doorberekend in de exportprijzen omdat de producenten nauwelijks in staat zijn de prijzen op hun exportmarkten te bepalen, zullen de winstmarges steeds meer onder druk komen te staan. Als wij de drie landen die het meest aan concurrentievermogen hebben ingeboet ten opzichte van de eurozone als voorbeeld nemen, hebben Portugal en Nederland een gelijksoortige geografische verdeling van de buitenlandse handel - ongeveer een derde met de wereld buiten de eurozone en twee derde binnen de zone -, terwijl dit voor Ierland 55% buiten de eurozone en 45% erbinnen is. Dit impliceert dat het verlies van Ierland binnen de eurozone minder belangrijk is en dat het voordeel dat de zwakke euro dit land oplevert, groter is dan voor de andere twee landen.

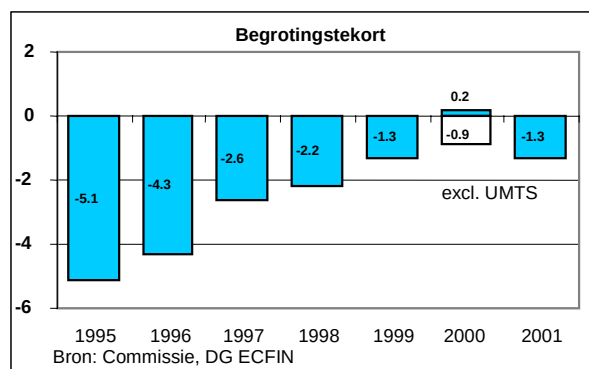


Vanuit een beleidsperspectief is het belangrijk om naast het saldo van de lopende rekening voor de gehele eurozone ook de saldi van de lidstaten binnen de eurozone in het oog te houden, aangezien deze saldi aanwijzingen voor de problemen van een bepaald land kunnen geven. Het prijsconcurrentievermogen kan achteruitgaan bij een ontwikkeling in de richting van evenwicht of in de tegenovergestelde richting. Het monetaire beleid is gericht op de eurozone, en is derhalve niet effectief waar het erom gaat situaties aan te pakken waarin de vraag of het aanbod in een bepaald land te groot is. Een begrotingsbeleid, en met name structurele hervormingen, met als doel het aanbod te verhogen, is nodig om te voorkomen dat de externe onevenwichtigheden steeds groter worden, waardoor uiteindelijk de financiële stabiliteit zou kunnen worden bedreigd.

1.3. Het macro-economisch beleid in de eurozone

Resultaten

Met betrekking tot het *begrotingsbeleid* werd bij het stabiliteits- en groeipact (SGP) een uitvoerige toezichtsprocedure ingesteld voor het volgen van de budgettaire beleidsmaatregelen in de EMU. Het doel is te zorgen voor begrotingsdiscipline en aldus de ECB te helpen de prijsstabiliteit te handhaven. Aangezien één munt een grotere rol voor het nationale begrotingsbeleid bij de aanpassing aan ontwikkelingen in een bepaald land impliceert, bevat het SGP als middellangetermijndoelstelling voor het begrotingsbeleid "het nastreven van begrotingssituaties die vrijwel in evenwicht zijn of een overschot vertonen", hetgeen "alle lidstaten in staat zal stellen normale conjunctuurschommelingen te ondervangen zonder dat hun overheidstekort de 3 procent-BBP-norm overschrijdt". Volgens het SGP moeten de lidstaten van de eurozone hun



begrotingsstrategie voor de middellange termijn elk jaar actualiseren door middel van stabiliteitsprogramma's⁴. De stabiliteitsprogramma's zijn de voornaamste instrumenten van het begrotingstoezicht in de EMU en worden door de Commissie en de Raad beoordeeld.

Met een onevenwichtige begrotingssituatie als uitgangspunt werd de afgelopen zes jaar veel voortgang gemaakt op de weg naar grotere begrotingsdiscipline. De werkelijke begrotingssaldi in de eurozone verbeterden tot 1999, deels dankzij krachtige consolidatie-inspanningen, en vele lidstaten hebben thans een overschot. Sindsdien waren de gunstige resultaten van sommige landen voornamelijk te danken aan de hoge groei, terwijl de verbetering van de onderliggende begrotingsposities zeer bescheiden was. In 2001 zijn de begrotingstekorten groter geworden ten gevolge van belastingverlagingen die niet volledig werden gecompenseerd door besnoeiingen op de uitgaven en de werking van de automatische stabilisatoren tijdens de conjunctuurvertraging.

Sinds begin 1999 werd het begrotingsbeleid van de lidstaten vastgesteld in het kader van het SGP. De 3 procentnorm is de facto een "hard plafond" geworden. Geen enkele lidstaat heeft deze norm overschreden. De begrotingsaanpassing ging in de meeste landen voort, zij het in een trager tempo. In 2001 hadden de meeste lidstaten een begrotingspositie bereikt die voldeed aan de vereiste van het SGP, "bijna in evenwicht of een overschot".

Het is duidelijk dat het SGP een belangrijke rol bij deze prestatie heeft vervuld. Ondanks deze vorderingen zijn de begrotingstekorten nog te hoog in Duitsland, Frankrijk, Italië en Portugal, hetgeen van invloed is op de totalen voor de eurozone als geheel. Er zijn verdere consolidatie-inspanningen vereist om de begrotingen uiterlijk in 2004 bijna in evenwicht te hebben. Hiertoe zijn verbintenissen aangegaan in de context van de geactualiseerde stabiliteitsprogramma's 2001. Aangezien de begrotingstekorten van Duitsland en Portugal in 2001 veel hoger waren dan de in hun respectieve stabiliteitsprogramma's vermelde doelstellingen, en dicht bij de 3 procent-BBP-norm kwamen, richtte de Commissie een aanbeveling tot de Raad om een "vroegtijdige waarschuwing" overeenkomstig het stabiliteits- en groeipact te geven. Naar aanleiding van de besprekingen in de Raad over de ontwerp-aanbevelingen van de Commissie voor een vroegtijdige waarschuwing, deden Duitsland en Portugal ernstige politieke toezeggingen die tegemoet kwamen aan de essentie van de bezorgdheid van de Commissie.

Over het geheel genomen vormt de samenstelling van de begrotingsaanpassing een gunstig kenmerk van de verbetering van de begrotingssituaties. Het verlagen van de belastingdruk, waar nodig (vooral de marginale tarieven van de belasting op arbeid), het opheffen van fiscale distorsies en het beperken van de lopende uitgaven vormen de doeltreffendste middelen om te zorgen voor duurzame begrotingsaanpassing. Uit de recente begrotingsontwikkelingen blijkt dat de meeste landen deze richting ingaan. De huidige aanpassing berust vooral op uitgavenbeperkingen, terwijl de totale belastingdruk als percentage van het BBP is gedaald. De lopende belastinghervormingen moeten ertoe bijdragen de historisch hoge belastingdruk die in vele EU-landen nog bestaat, te verlagen. De verlaging van de belastingdruk op zowel kapitaal als arbeid, vooral laagbetaalde arbeid, dient de accumulatie van fysiek en menselijk kapitaal te bevorderen, de arbeidsmarktparticipatie te verhogen en de vraag naar arbeid te stimuleren.

Niettemin staat de eurozone voor twee grote uitdagingen met betrekking tot het toekomstige begrotingsbeleid:

- *Het wegwerken van de resterende onevenwichtigheden en het handhaven van een neutraal begrotingsbeleid:* Als de eurozone wil profiteren van gunstige groei en lage inflatie, is het van essentieel belang de resterende onevenwichtigheden weg te werken en een neutraal begrotingsbeleid te handhaven. Permanente begrotingsdiscipline zal ook de opdracht van de ECB, het bereiken van prijsstabiliteit, vergemakkelijken. Door ervoor te zorgen dat de begrotingssituaties in overeenstemming zijn met de middellangetermijndoelstelling van het SGP, "een begroting die bijna in evenwicht is of een overschot vertoont", zullen de lidstaten ook in staat zijn normale conjunctuurschommelingen te verwerken, in te spelen op ontwikkelingen in eigen land en te voorzien in budgettaire manoeuvreerruimte om de noodzakelijke structurele hervormingen in te voeren.

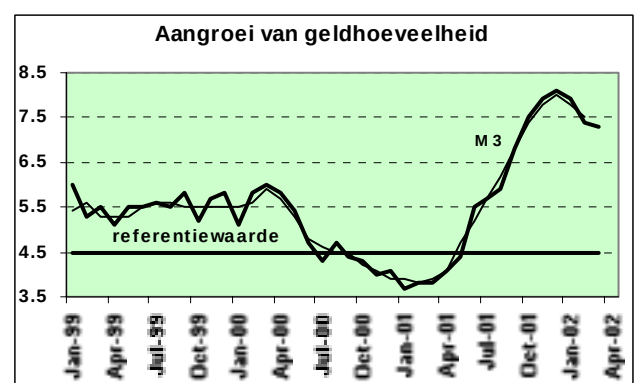
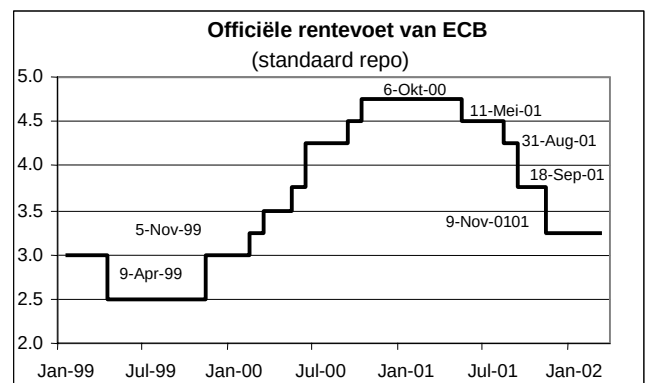
⁴ Lidstaten die niet tot de eurozone behoren, blijven convergentieprogramma's indienen.

- *Voorbereid zijn op de vergrijzing*: De houdbaarheid van de openbare financiën valt thans onder het toezicht in het kader van het stabiliteits- en groeipact. In verscheidene lidstaten zijn de risico's onderkend. Wellicht moeten ambitieuzere middellangetermijndoelstellingen voor het begrotingsbeleid worden vastgesteld om de overheidsschuld sneller af te bouwen.

Met betrekking tot het *monetair beleid* is prijsstabiliteit krachtens het Verdrag de eerste doelstelling van de ECB. Het monetair beleid moet ook de economische politiek van de eurozone ondersteunen en daarbij de prijsstabiliteitsdoelstelling onverlet laten. In het kader van de monetaire beleidsstrategie van de ECB, die bestaat uit drie elementen, te weten een kwantitatieve definitie van prijsstabiliteit en "twee pijlers", werden gewoonlijk de risico's voor de prijsstabiliteit geëvalueerd. Prijsstabiliteit werd door de ECB gedefinieerd als een op middellange termijn te handhaven jaarlijkse stijging van het HICP voor de eurozone met minder dan 2%. De definitie van prijsstabiliteit verschaft een maatstaf met behulp waarvan kan worden beoordeeld of de primaire doelstelling van het monetaire beleid van de ECB wordt gehaald. Voorts verklaarde de ECB dat het ene monetaire beleid zou worden gevoerd vanuit het perspectief van de eurozone als geheel en dat derhalve niet zou worden gereageerd op specifieke regionale of nationale ontwikkelingen. De eerste pijler van het monetaire beleid van de ECB kent een prominente rol toe aan de geldhoeveelheid, waartoe een referentiewaarde voor de expansie van de geldhoeveelheid in ruime zin, M3, werd bekendgemaakt. Sinds december 1998 is de referentiewaarde van de ECB vastgesteld op een expansie met 4,5%. De tweede pijler bestaat uit een analyse van allerlei andere economische indicatoren, zoals indexcijfers van kosten en prijzen, de wisselkoers, indicatoren van de reële economie en indicatoren van de financiële markten, om te komen tot een op een brede basis berustende beoordeling van de inflatievooruitzichten en de risico's voor de prijsstabiliteit.

In het voorjaar van 1999 verlaagde de ECB de rentetarieven tegen de achtergrond van een dalende inflatie en onzekere groeivooruitzichten voor de wereldeconomie in de nasleep van de financiële crises in Zuid-Oost-Azië, Rusland en Brazilië. Aangezien de groei later in het jaar weer aantrok en de inflatie omhoog ging, draaide de ECB de eerste ingreep terug door de beleidstarieven te verhogen. In 2000 werden door de belangrijke stijging van de olieprijs in combinatie met een depreciërende euro de risico's voor de prijsstabiliteit groter. Intussen bleef de groei van de geldhoeveelheid boven de referentiewaarde van een 4,5% en bleef de kredietverlening aan de particuliere sector sterk toenemen. De ECB reageerde op de verhoogde inflatiedruk door de rentetarieven in een aantal stappen te verhogen. De slechter wordende vooruitzichten van de wereldeconomie en vooral in de Verenigde Staten gaven aanleiding tot een reeks renteverlagingen in de belangrijkste economieën gedurende het gehele jaar 2001. De ECB verlaagde de rentetarieven verleden jaar viermaal met in totaal 150 basispunten tot een peil van 3,25%. Dit werd gedaan ondanks het feit dat de inflatie de bovengrens van 2% overschreed, omdat een groot deel van de prijsstijgingen van voorbijgaande aard waren, terwijl de verzwakkende economie neerwaartse druk op de inflatie uitoefende. De vooruitzichten dat een tijdelijk hogere inflatie de inflatieverwachtingen niet zou opdrijven, waren bevorderlijk voor de loonmatiging.

In de eerste drie jaar van de ene munt lag de groei van de geldhoeveelheid meestal boven de referentiewaarde van de ECB en in het laatste kwartaal van 2001 en het eerste kwartaal van dit jaar zelfs ver daarboven. De recente sterke groei van de geldhoeveelheid werd door de ECB echter niet beschouwd als een risico voor de prijsstabiliteit, daar zij ervan uitging dat deze expansie hoofdzakelijk werd veroorzaakt door verschuivingen in de portefeuilles ten gunste van monetaire tegoeden in een klimaat van toegenomen onzekerheid. In deze context belette de groei van M3 boven de



referentiewaarde niet dat de belangrijkste rentetarieven van de ECB verder werden verlaagd na de terroristische aanslagen in de VS eind 2001.

Het is van het grootste belang dat de ECB haar rentebeslissingen baseert op de economische voorwaarden in de eurozone als geheel, maar toch blijven er verschillen in inflatie tussen de lidstaten bestaan. Dergelijke verschillen bestaan echter ook tussen bijvoorbeeld afzonderlijke staten van de VS. Het economisch beleid moet worden aangepast om de binnenlandse onevenwichtigheden in de landen van de eurozone aan te pakken.

1.4. Coördinatie van het economisch beleid in de EMU

In het Verdrag is een deugdelijk economisch beleidskader vastgelegd. Het omvat de definitieve keuze voor een open-markteconomie met vrije concurrentie, stabiele prijzen en gezonde openbare financiën die bevorderlijk zijn voor duurzame groei en hoge werkgelegenheid. Aan de diverse beleidsmakers worden taken opgedragen zonder hun onafhankelijkheid aan te tasten (combinatie van de beginselen subsidiariteit en coördinatie). Het monetaire beleid wordt toevertrouwd aan de onafhankelijke ECB. Haar primaire doelstelling is prijsstabiliteit handhaven. De lidstaten blijven verantwoordelijk voor de meeste andere onderdelen van het economisch beleid, d.i. het begrotingsbeleid en het structuurbeleid.

Het Verdrag voorziet in een stelsel van coördinatie van het economisch beleid, waarbij positieve spill-overeffecten worden bevorderd en wordt gelet op eventuele negatieve externe effecten die zouden kunnen optreden als de besluitvorming niet wordt gecoördineerd. De globale richtsnoeren voor het economisch beleid van de lidstaten en de Gemeenschap (GREB) zijn het centrale element in dit stelsel. De jaarlijkse werkgelegenheidsrichtsnoeren zijn het op het Verdrag gebaseerde instrument voor de coördinatie van het werkgelegenheidsbeleid. Een ander belangrijk op het Verdrag gebaseerd element is het multilaterale toezicht op het economisch beleid.

De GREB zijn een leidraad voor de betrokken beleidsmakers, zowel voor het macro-economisch beleid als voor het structuurbeleid. En omdat zij zo veelomvattend zijn, beogen deze richtsnoeren consistentie in het beleid, voor alle beleidsterreinen tezamen en in geografisch opzicht. Het multilaterale toezicht is in praktijk gebracht in de vorm van procedures en processen die erop gericht zijn een deugdelijk begrotingsbeleid tot stand te brengen (stabiliteits- en groeipact) om het structurele hervormingsproces op de arbeids-, de product- en de kapitaalmarkten voortgang te doen vinden (de processen van Luxemburg en Cardiff). In juni 1999 gaf de Europese Raad van Keulen de aanzet tot de macro-economische dialoog. Deze dialoog voltrekt zich tussen beleidsmakers en vertegenwoordigers van de sociale partners, die van gedachten wisselen over economische tendensen en beleidsvereisten in het kader van de EMU. In maart 2000 legde de Europese Raad van Lissabon doelstellingen voor economische en sociale hervormingen vast in een tienjarenplan dat erop gericht is de meest concurrerende en dynamische kenniseconomie van de wereld te worden die in staat is tot duurzame economische groei met meer en betere banen en een hechtere sociale samenhang.

Zowel de mate van coördinatie van het economisch beleid als de vorm waarin dit gebeurt, variëren aanzienlijk van beleidsterrein tot beleidsterrein. In elk geval berust geslaagde coördinatie op drie elementen: (i) een gemeenschappelijke beoordeling van de huidige economische situatie en de vooruitzichten; (ii) een beter begrip van de werking van de EMU en de economieën van haar lidstaten en (iii) de bereidheid van de beleidsmakers om open en eerlijk advies te geven en te aanvaarden, het beginsel "druk van gelijken" te accepteren en het beleid zo nodig aan te passen.

Evaluaties van de coördinatie van het economisch beleid in de EMU, bekrachtigd door de Europese Raad van Helsinki en die van Lissabon, leverden de conclusie op dat er geen behoefte aan nieuwe processen is. Bovendien legde de Europese Raad van Barcelona er de nadruk op dat het nu om de tenuitvoerlegging gaat. Het accent werd gelegd op "al doende leren" om geleidelijk verbeteringen aan te brengen. In de eerste drie jaar werd aanzienlijke voortgang gemaakt op de volgende drie gebieden:

De globale richtsnoeren voor het economisch beleid

De GREB blijven bijdragen tot de convergentie in de EMU en geven overeenkomstig de doelstellingen van Lissabon prioriteit aan de verhoging van het groeipotentieel van de EU door economische hervormingen. De GREB zijn op verscheidene wijzen verbeterd. Zij zijn operationeler geworden door het gebruik van concretere en specifiekere aanbevelingen in zowel de algemene richtsnoeren als de richtsnoeren per land. Er wordt ook meer aandacht besteed aan de

tenuitvoerlegging. Hiertoe heeft de Commissie een uitgebreid uitvoeringsverslag ingevoerd waarin wordt geëvalueerd in hoeverre de lidstaten de beleidsaanbevelingen hebben opgevolgd.

De GREB zijn nog belangrijker geworden door de grotere betrokkenheid van de Europese Raad, zoals besloten in Lissabon. De jaarlijkse voorjaarsbijeenkomst van de Europese Raad over economische en sociale vraagstukken verschaft aanvullende politieke richtsnoeren. Bovendien zijn de GREB nu gericht, en gebaseerd, op de werkzaamheden van de Raad in andere relevante samenstellingen die de verantwoordelijkheid voor de tenuitvoerlegging op hun respectieve gebieden dragen en tot latere GREB bijdragen.

Het stabiliteits- en groeipact

Het pact is bedoeld om te komen tot een gezonde begrotingssituatie in de lidstaten, een voorwaarde voor de goede werking van de EMU. Met het oog op een betere tenuitvoerlegging van het pact werd in 2001 overeenstemming bereikt over een nieuwe gedragscode betreffende de vorm en de inhoud van de door de lidstaten van de eurozone in te dienen stabiliteitsprogramma's. De nieuwe code maakt het gemakkelijker de programma's te vergelijken doordat gebruik wordt gemaakt van gemeenschappelijke externe hypothesen voor de prognoses en doordat alle nationale programma's elk najaar binnen een korte periode moeten worden ingediend. Bovendien moet meer informatie worden verstrekt om de vraagstukken in verband met de houdbaarheid van de openbare financiën op lange termijn beter te kunnen analyseren.

De eurogroep

In de eurogroep vergaderen de ministers van de lidstaten die de euro hebben ingevoerd. De Commissie, en in voorkomend geval de ECB, worden uitgenodigd om deel te nemen. De groep dient als een informeel forum voor openhartige en vrije besprekingen over vraagstukken in verband met de EMU. Dankzij dit informele forum konden de ministers gemakkelijker gemeenschappelijke standpunten bereiken over vraagstukken van wederzijds belang. De besproken onderwerpen gaan van conjunctuursituaties, begrotingsposities en wisselkoers- en kapitaalmarktontwikkelingen, tot structurele vraagstukken die van invloed zijn op de groei en de openbare financiën. Voorts is de doeltreffendheid van de eurogroep vergroot door haar werkmethoden te verbeteren en haar zichtbaarheid te verhogen.

In de eerste drie jaar van de ene munt is wel degelijk voortgang gemaakt, maar de coördinatie van het beleid moet nog verder worden verbeterd. Hiertoe keurde de Europese Raad van Barcelona maatregelen goed om de gemeenschappelijke beoordeling van de economische situatie te verbeteren. Er moet harder worden gewerkt aan de statistische vereisten van de EMU. Daarnaast is de Commissie in maart 2002 begonnen met de uitgifte van een geregeld kwartaalverslag over de lopende analysewerkzaamheden. Voorts is zij van plan binnenkort een reeks gemeenschappelijke normen voor het voeren van de economische politiek voor te stellen om te komen tot een beter gemeenschappelijk begrip van wat in de EMU een goed economisch beleid vormt.

2. TOEZIEN OP DE LOONONTWIKKELINGEN IN DE EMU

2.1 Inleiding

Verwacht werd dat de vorming van de EMU een ingrijpende invloed zou hebben op de marktspelers, vooral bij de vaststelling van de prijzen en de loononderhandelingen. De Economische en Monetaire Unie heeft geleid tot belangrijke veranderingen in het macro-economisch klimaat, dat thans wordt gekenmerkt door één enkel, op stabiliteit gericht monetair beleid voor de eurozone en een deugdelijk begrotingsbeleid van de lidstaten. De discussie over het waarschijnlijke effect van de EMU op de loonvorming ging vooral over drie verschillende, maar wel onderling verbonden aspecten: (i) de mate van nominale loonflexibiliteit die nodig is om de thans meer directe effecten van de lonen op het prijsconcurrentievermogen in aanmerking te nemen; (ii) de directe invloed op de reële loonaspiraties (de loonvormingscurve) en aldus op de evenwichtswerkloosheid; (iii) de invloed op de arbeidsmarktinstituten, met name de loononderhandelingsmechanismen.

In brede kringen werd ervan uitgegaan dat de EMU in het algemeen betere randvoorwaarden voor een met de werkgelegenheid verenigbaar loononderhandelingsgedrag zou moeten bieden, aangezien het verband tussen loon- en werkgelegenheidstendensen duidelijker en strakker wordt. Nu de uitweg van nominale wisselkoersdevaluatie niet langer beschikbaar is, zal elke ernstige fout bij de loonvorming uiteindelijk leiden tot een verlies aan concurrentievermogen, verslechterende arbeidsmarktvoorwaarden en pijnlijke aanpassing naderhand.

In de EMU is het derhalve nog belangrijker dan in het verleden dat de loonontwikkelingen in overeenstemming zijn met zowel het op communautair niveau vastgestelde macro-economische kader als de individuele vereisten per land. Bij de loononderhandelingen blijkt derhalve het volgende:

- Indien de nominale loonontwikkelingen niet verenigbaar zijn met prijsstabiliteit, leveren overmatige nominale loonstijgingen inflatierisico's voor de eurozone als geheel op, met nadelige gevolgen voor de groei en de werkgelegenheid in de gehele monetaire unie.
- Reële loonontwikkelingen die in overeenstemming zijn met de stijging van de arbeidsproductiviteit en waarbij indien nodig rekening wordt gehouden met de noodzaak het rendement van capaciteitsverhogende en banenscheppende investeringen te verbeteren, voorkomen verslechtering van het concurrentievermogen en de arbeidsmarktvoorwaarden.
- De euro verhoogt de transparantie en vergemakkelijkt loonvergelijkingen die kunnen leiden tot "loonimitatie". Convergentie van de levensstandaard is een doel van de EU en zal waarschijnlijk in de loop van de tijd tot stand komen, maar voortijdige inhaalbewegingen van het loonpeil zouden het proces van reële convergentie juist kunnen vertragen of zelfs tot stilstand brengen.
- Loonovereenkomsten waarbij productiviteitsverschillen volgens kwalificaties, vaardigheden en geografische gebieden in aanmerking worden genomen, dragen er niet alleen toe bij vernietiging van banen te voorkomen en banenschepping in het algemeen te bevorderen, maar verbeteren ook de werkgelegenheidsvooruitzichten voor groepen zoals jongeren, laaggeschoolden of langdurig werklozen en dragen bij tot de efficiënte herverdeling van arbeid over beroepen, sectoren en regio's.

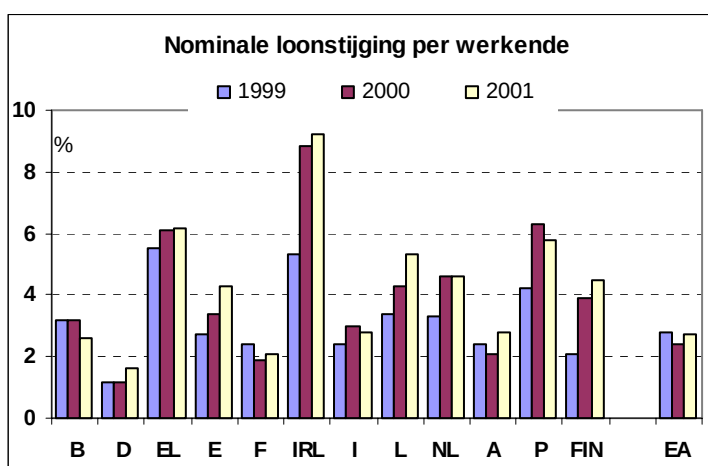
De verantwoordelijkheid voor loonvormingsprocedures en -resultaten die verenigbaar zijn met het bereiken en handhaven van een hoog werkgelegenheidspeil, berust nog steeds in de eerste plaats bij de particuliere sector. Zoals hierboven vermeld, kunnen verkeerde loonontwikkelingen - of meer in het algemeen inadequate arbeidsmarktstructuren - in bepaalde landen of regio's, vooral wanneer zij zo omvangrijk zijn dat een compenserende monetaire beleidsmaatregel vereist is, ook voor andere leden

van de EMU schadelijke gevolgen hebben. Een betere coördinatie van het economisch beleid zou ertoe kunnen bijdragen deze effecten te internaliseren.

2.2. Loonontwikkeling: enkele gestileerde feiten

Het laatste decennium heeft zich een opmerkelijk desinflatieproces afgespeeld. Hoewel de matte algemene prestatie van de economie in die periode heeft bijgedragen tot een vermindering van de inflatiedruk, zijn er aanwijzingen dat de bereikte hoge mate van prijsstabiliteit ook het resultaat is geweest van systeemveranderingen tijdens de aanloop naar de derde fase van de EMU. Prijsstabiliteit en een hoge mate van houdbare convergentie waren de belangrijkste vereisten voor de invoering van de euro, maar de verschillen tussen de nationale inflatiepercentages werden tijdens dit proces ook veel kleiner. In de eurozone als geheel verminderde de nominale loonstijging per werknemer bijna parallel met de prijsstabilisering, en de huidige tendens is dat de nominale vergoeding per werknemer momenteel gemiddeld met ongeveer 3% per jaar stijgt. Op het eerste gezicht lijken de deelnemers aan de loononderhandelingen derhalve in het algemeen rekening te houden met de noodzaak van verenigbaarheid met de prijsstabiliteit.

Als bijproduct van de nominale stabilisering is de absolute spreiding van de nominale loonstijgingen in de verschillende landen het afgelopen decennium ook aanzienlijk verminderd, met als resultaat tamelijk gelijke nominale loonontwikkelingen in het recente verleden. In 2001 bedroeg de absolute spreiding van de nominale loonstijging per werknemer over de "grote vier" eurolanden echter nog 2,7 procentpunt (van 1,6% in Duitsland tot 4,3% in Spanje). De nominale lonen stegen iets sneller in Finland en Nederland ten gevolge van verschillende conjunctuursituaties; de hoogste nominale loonstijgingen deden zich voor in Ierland, Portugal en Griekenland. Dientengevolge bestaat er nog steeds een aanzienlijke spreiding van de stijgingspercentages van de nominale lonen in de eurozone⁵.



Hoewel convergentie naar een loongedrag waarbij het effect op de algemene prijsinflatie voor ogen wordt gehouden, is verzekerd, wordt de mate van adequate loonsynchronisering feitelijk beperkt door verschillen in productiviteitsniveau en groeitempo tussen de landen. Door verschillen tussen landen, regio's of sectoren tot uiting te laten komen in de lonen, kunnen de reële lonen in de loop van de tijd convergeren met behoud of uitbreiding van de werkgelegenheid. Grotere nominale loonstijgingen in landen waar de arbeidsproductiviteit sneller toeneemt, behoeven derhalve niet speciaal aanleiding tot bezorgdheid te geven.

⁵ Indien de coëfficiënt van de variatie van de nominale loonstijgingspercentages als maatstaf wordt genomen, blijkt de relatieve spreiding van de nominale loonstijgingen in de loop van de tijd iets groter te zijn geworden. Wanneer men echter kijkt naar de mate van relatieve spreiding, zijn er nog steeds aanwijzingen van een sterk gesynchroniseerd nominaal loongedrag.

De stabilisatie in de ontwikkelingen van de nominale loonkosten per eenheid product ging gepaard met een vermindering van de spreiding van de stijgingen van de nominale loonkosten per eenheid product in de verschillende lidstaten. In 2001 liep de groei van de nominale loonkosten echter enigszins uit de hand, en er zijn ook duidelijke aanwijzingen dat de nominale loonkosten per eenheid product in een aantal kleinere landen sneller stegen dan de bedoeling was.

De vertraging van de bedrijvigheid in 2001 ging gepaard met een versnelling van de groei van de nominale loonkosten. Voor de eurozone als geheel zijn de nominale loonkosten verleden jaar ongeveer 2,5% gestegen. Hoewel dit tot op zekere hoogte de weerslag is van de bij de verwachtingen achterblijvende arbeidsproductiviteitsstijging, hebben verscheidene landen - vooral in de periferie van de eurozone - zeker ook tekenen van oververhitting vertoond. Niettemin wordt voor de eurozone als geheel momenteel verwacht dat de stijging van de nominale loonkosten per eenheid product in 2002 weer onder de 2% zal komen.

Samenvattend kan worden gezegd dat de nominale loonkosteninflatie per eenheid product ondanks een stijging in 2001 in de eurozone als geheel is gedaald. Ondanks een duidelijke vermindering van de werkloosheid gedurende de laatste paar jaar zijn er bovendien tot op heden weinig tekenen die wijzen op een significante nieuwe versnelling van de nominale loonkostenstijging in de zone als geheel. Het is waar dat in verscheidene landen die enkele jaren van aanhoudende groei achter de rug hebben en waar de arbeidsmarktsituatie relatief krap is geworden (Ierland, Nederland en Portugal), de lonen relatief meer onder druk zouden kunnen komen. Voorts kan het effect van de verkorte werkweek in Frankrijk op de loonkosten zich sterker doen gevoelen zodra de compenserende productiviteitsstijgingen beginnen te verminderen. Over het geheel genomen hebben echter de beginjaren van de EMU en ook de aanloopperiode tot de monetaire unie een indrukwekkende loonmatiging te zien gegeven, die nauwelijks kan worden verklaard zonder te wijzen op veranderingen in het onderliggende gedrag van de sociale partners.⁶

Ondersteunend bewijsmateriaal voor een algemene loonmatiging is te vinden in de ontwikkeling van de voor de productiviteit gecorrigeerde reële productielonen. In zijn eenvoudigste vorm komt dit uiteraard neer op een analyse van de ontwikkelingen van de reële loonkosten per eenheid product, die veranderingen in het aandeel van het inkomen uit arbeid in het totale inkomen weerspiegelen. Voor de eurozone als geheel is het aandeel van het inkomen uit arbeid in de eerste drie jaar van de EMU immers ongeveer gelijk gebleven na een ononderbroken daling in de voorgaande vijf jaar.

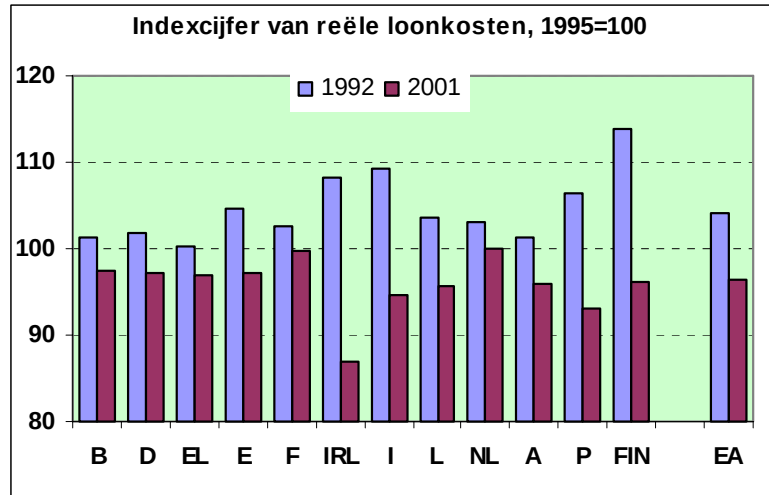
Nadere beschouwing van de ontwikkelingen van de reële loonkosten per eenheid product gedurende de laatste drie jaar levert het volgende patroon op:

- Reële loonmatiging overheerste in bijna alle landen van de eurozone. Alleen in Frankrijk, Luxemburg en Portugal waren de reële loonkosten in 2001 hoger dan drie jaar tevoren.
- In de landen van het voormalige DM-blok plus Italië bedroeg de stijging van de reële loonkosten de laatste drie jaar praktisch nul; verleden jaar deed zich in Spanje een onderbreking in de trendmatige daling van het aandeel van de lonen in het totale inkomen voor.
- In Ierland en Finland, waar de reële loonkosten in de jaren vóór de EMU sterk waren gedaald, kwam de daling van het aandeel van de lonen in het totale inkomen tot stilstand en begonnen de reële loonkosten per eenheid product te stijgen.

⁶ Om het meer formeel te stellen, "out-of-sample"-prognoses op basis van loonvergelijkingen die tot het begin van de jaren negentig zijn opgesteld, overschatten in het algemeen de loonontwikkelingen in latere jaren (OESO 2000).

- Laatkomer Griekenland heeft de afgelopen drie jaar een uitgesproken daling van de reële loonkosten geregistreerd, hetgeen de sterke stijging van de reële lonen in de jaren vóór de EMU compenseerde.

De reële loonmatiging heeft duidelijk vrucht afgeworpen en bijgedragen tot de dynamische banenschepping van de laatste jaren. De werkloosheid in de zone is fors gedaald van het hoogtepunt van 11,5% tot minder dan 8,5%, maar toch zijn de loonontwikkelingen gematigd gebleven. Zo zou de NAIRU van de eurozone met ongeveer 1,5 procentpunt gedaald kunnen zijn, en blijft deze op een neerwaarts pad, hetgeen erop wijst dat ongeveer de helft van de verbetering van de huidige werkloosheid structureel van aard kan worden geacht. Over het algemeen hebben andere internationale organisaties zoals de OESO en het IMF min of meer dezelfde conclusies bereikt. Uiteraard moeten wij eerst de mechanismen achter de loonmatiging begrijpen om te kunnen zeggen of dit proces al dan niet kan worden volgehouden.



2.3. Factoren achter de loonmatiging van de laatste jaren

Om een beter inzicht te krijgen in de aard van de loonmatiging, zoals weerspiegeld in de daling van de NAIRU, moet worden verwezen naar de relatief wijd verbreide product- en arbeidsmarkthervormingen in de meeste landen van de eurozone, waardoor in de tweede helft van de jaren negentig de concurrentie op de goederen- en dienstenmarkten werd gestimuleerd en de verdeling van de arbeidsmarkten tussen insiders en outsiders werd aangepakt. Werkgelegenheid stimulerende hervormingen⁷ waren gericht op onder andere de belasting- en uitkeringsstelsels, bijvoorbeeld in de vorm van verlichtingen van de loonbelasting voor bepaalde doelgroepen of financiële steun voor laag betaalde werknemers, en een modernisering van de werkorganisatie, met vergemakkelijking van deeltijdwerk en meer flexibele arbeidscontracten.

Bovendien zal de invoering van de euro de concurrentie op de product- en dienstenmarkten verhogen doordat de prijzen in de verschillende lidstaten van de EU gemakkelijker kunnen worden vergeleken.⁸ Aldus geeft de EMU een extra stimulans aan de voortdurende inspanningen in het kader van het interne-marktprogramma om de werking van de product- en dienstenmarkten te verbeteren. Daardoor zullen de mogelijkheden voor winstdeling tussen werknemers en ondernemingen sterk worden verminderd.

⁷ Meer actieve en preventieve arbeidsmarktmaatregelen hebben wellicht bijgedragen tot de verbetering van de werkgelegenheidssituatie, maar hun effect op de loonmatiging en de NAIRU is twijfelachtig.

⁸ Men neme echter nota van het meer sceptische standpunt van verscheidene waarnemers dat integratie niet noodzakelijk grotere concurrentie impliceert, omdat integratie ook de strategieën van transnationale ondernemingen vergemakkelijkt, zodat deze potentieel in staat worden gesteld een machtspositie op de productmarkten in Europa te veroveren.

Kader: Centralisatie, coördinatie en macroeconomische resultaten.

De discussie over de wijze waarop de loononderhandelingen het loonverloop beïnvloeden, is grotendeels bepaald door de Calmfors and Driffill-hypothese. Volgens deze hypothese bestaat er tussen de werkloosheid en de mate van centralisatie van de loononderhandelingen een relatie die de vorm van een "omgekeerde U" heeft. Volledige gecentraliseerde en volledig gedecentraliseerde onderhandelingen leveren de werkgelegenheidsvriendelijkste resultaten op, hoofdzakelijk doordat bij onderhandelingen op ondernemingsniveau de concurrentiepositie van de onderneming in aanmerking wordt genomen en bij onderhandelingen op het niveau van de gehele economie de aandacht uitgaat naar de macro-economische werkgelegenheidseffecten. Tussen de beide uitersten worden de externe implicaties van loonsverhogingen voor de werkgelegenheid niet volledig in aanmerking genomen, hetgeen leidt tot slechtere resultaten. Er is echter weinig empirisch bewijs van de omgekeerde U-curve. Geslaagde coördinatie, formeel (bijvoorbeeld door middel van in overleg met de regering overeengekomen loonnormen) of informeel (bijvoorbeeld door CAO-navolging), kan worden gezien als een manier om de potentiële nadelen van onderhandelingen op een intermediair niveau te overwinnen.

Hoewel het moeilijk is de bijdrage van de diverse hervormingsinspanningen nauwkeurig in te schatten, lijkt het nauwelijks twijfel dat zij mede hebben geholpen de NAIRU te doen dalen door de looneisen in bedwang te houden. Tevens moet echter worden erkend dat de hervormingen in sommige lidstaten veel verder zijn gevorderd dan in andere. Alle grote economieën van de eurozone hebben nog een relatief hoge structurele werkloosheid.

De wijdverbreide loonmatiging is derhalve moeilijk te verklaren zonder de rol van informele beleidsmaatregelen op het gebied van de inkomens in een aantal landen in aanmerking te nemen⁹. De afgelopen paar jaar zijn bi- en tripartiete overeenkomsten over het loonbeleid gesloten in België, Denemarken, Finland, Duitsland, Griekenland, Spanje, Ierland, Italië, Nederland en Portugal waarbij de partijen zich verbonden tot een zekere vorm van met prisstabiliteit verenigbare loonmatiging en tot verbetering van het concurrentievermogen. De betrokkenheid van de regeringen bij tripartite "sociale pacts" kan diverse vormen aannemen, bijvoorbeeld verlagingen van de bedrijfsbelasting en/of specifieke arbeidsmarktmaatregelen tegen loonmatiging, zoals onlangs het geval was in Finland en Ierland. Finland heeft ook een poging gedaan om de flexibiliteit van de nominale lonen te verhogen door de invoering van het zogenoemde "EMU-bufferfondsen",¹⁰ maar hun effect zal waarschijnlijk vrij beperkt blijven.

België is waarschijnlijk het duidelijkste voorbeeld van expliciete inachtneming van het concurrentievermogen. In 1996 werd de wet tot bevordering van de werkgelegenheid en tot preventieve vrijwaring van het concurrentievermogen goedgekeurd, die een wettelijke loonnorm voor 1997-98 bevatte, volgens welke de loonsverhogingen de gemiddelde verhogingen in de buurlanden van België, Frankrijk, Duitsland en Nederland, niet mochten overschrijden. De sociale partners sloten in 1998 en 2000 nieuwe intersectorale overeenkomsten, waarin opnieuw het concept was verwerkt van een aan de loonontwikkelingen in de buurlanden gerelateerde loonnorm als het belangrijkste referentiepunt voor de gemiddelde Belgische loonstijgingen.¹¹

⁹ Voor een gedetailleerde bespreking zij verwezen naar bijvoorbeeld het European Industrial Relations Observatory (EIRO), EIROonline (2000).

¹⁰ In periodes van economische opleving worden iets hogere sociale-zekerheidsbijdragen geheven dan nodig. In tijden van conjuncturele teruggang kunnen de aldus verkregen middelen dan worden gebruikt om de extra sociale-zekerheidskosten te betalen.

¹¹ Bij de meest recente kaderovereenkomst (december 2000) werden de stijgingen van de nominale lonen per werknemer afgetopt op een totaal van 6,4% voor de periode 2001-2002.

Kader: Sociale pacts

In de jaren '80 en '90 werden in een aantal lidstaten (opnieuw) tripartiete sociale pacts gesloten; meestal werd deze corporatistische aanpak gekozen tegen een achtergrond van hoge werkloosheid en strakke arbeidsmarktstructuren. Voor de regering bieden tripartiete onderhandelingen over structurele hervormingen het voordeel dat in een vroeg stadium duidelijk wordt wat politiek haalbaar is en dat uiteindelijk de actieve steun van de sociale partners voor de tenuitvoerlegging van een overeenkomst wordt verworven. Voorts bieden tripartiete onderhandelingen de mogelijkheid package deals te sluiten waarbij elke deelnemer er prat op kan gaan dat zijn doelstellingen althans gedeeltelijk zijn bereikt. Dikwijls moedigen regeringen package deals aan door beloningen beschikbaar te stellen (b.v. in de vorm van belastingverlagingen) in geval van succes. Voor de sociale partners bieden tripartiete onderhandelingen de mogelijkheid om in een vroeg stadium invloed uit te oefenen op het beleid en om legitimiteit te verwerven.

De aanloop naar de derde fase van de EMU bracht extra dimensies in het coördinatieproces: aan de budgettaire zijde de noodzaak om aan de criteria van Maastricht te voldoen en aan de monetaire zijde het desinflatieproces; door laatstgenoemd proces kwam de nadruk ook sterker te liggen op de loonontwikkelingen. De druk die aanvankelijk bevorderlijk was voor sociale pacts, is echter wellicht verminderd met de invoering van de euro en de gunstige groeivoorwaarden in 1999/2000.

De gecoördineerde loononderhandelingen op nationaal niveau hebben de loonmatiging mede ondersteund. Bij dergelijke overeenkomsten vormt de duurzaamheid echter een fundamenteel probleem, waardoor het moeilijk wordt de bereikte overeenkomst definitief te maken. Met name is bij een vrije kapitaalmobiliteit de doeltreffendheid van mechanismen om de werkgevers ertoe te verbinden hoge investeringen te blijven doen, vrij beperkt. Dit vermindert dan weer de prikkels voor de werknemers om loonmatiging uit te oefenen in afwachting van toekomstige investeringen. Voor de regeringen wordt het daardoor steeds moeilijker ondersteunende beleidsmaatregelen uit te denken die voor de voornaamste actoren in het loononderhandelingsproces aanvaardbaar zijn.

Nu de inflatie in de eurozone convergeert op vrij lage niveaus, is tegelijkertijd de betekenis van algemene loonmatiging minder geworden, terwijl grotere flexibiliteit van de nominale lonen voor een goede werking van de EMU belangrijker wordt. De ervaring wijst uit dat gecoördineerde loononderhandelingen op nationaal niveau in het algemeen resultaten opleveren die zijn afgestemd op bepaalde algemene indicatoren voor de gehele economie, in plaats van op regiospecifieke en bedrijfsspecifieke behoeften of behoeften aan specifieke bekwaamheden. Op voorwaarde dat flexibele aanpassing op lagere onderhandelingsniveaus mogelijk is, kunnen gecoördineerde onderhandelingen zelf behoorlijk gedifferentieerde resultaten opleveren. De laatste jaren is er in verscheidene landen een ontwikkeling in de richting van "gecentraliseerde decentralisatie" bij de loononderhandelingen geweest, bijvoorbeeld in de vorm van "openingsbepalingen", die ruimte laten voor een zekere mate van differentiëring op ondernemingsniveau. Bij gecentraliseerde onderhandelingen was het echter soms niet mogelijk loonontwikkelingen die niet in overeenstemming met de productiviteit waren, snel te corrigeren. In dergelijke gevallen kan het daaruit voortvloeiende verlies aan concurrentievermogen in de tijd steeds groter worden, totdat de onvermijdelijke en pijnlijke aanpassing zich aandient.

Nu de arbeidsmarktmaatregelen gericht zijn op het mobiliseren van het potentieel aan arbeidskrachten door middel van veelomvattende structurele hervormingen ter verhoging van de participatiegraden, is het mogelijk dat de loondruk beperkt zal blijven. De begeleidende structurele hervormingen vergemakkelijken ook de overgang naar een hogere mate van ingebouwde loondifferentiëring.

Tot dusverre is voortgang gemaakt met de hervorming van de arbeidsmarktinstituten in de eurozone, en er kan nauwelijks twijfel over bestaan dat loononderhandelingen en loonvormingspraktijken in het algemeen vrij gunstig hebben gereageerd op het nieuwe economische klimaat, zowel in de aanloop naar de derde fase van de EMU als in de eerste drie jaar ervan. Op middellange termijn zullen prijstransparantie, verhoogde kapitaalmobiliteit, handelsintegratie en concurrentie waarschijnlijk de drijvende krachten zijn waardoor de reële loonelasticiteit van de vraag naar arbeid wordt vergroot. Dit zal werkgelegenheidscompatibel loononderhandelingsgedrag bevorderen naarmate het verband tussen loon- en werkgelegenheidsontwikkelingen uiteindelijk veel duidelijker en nauwer wordt.

3. DE INVESTERINGEN EN HET GROEIPOTENTIEEL IN DE EUROZONE

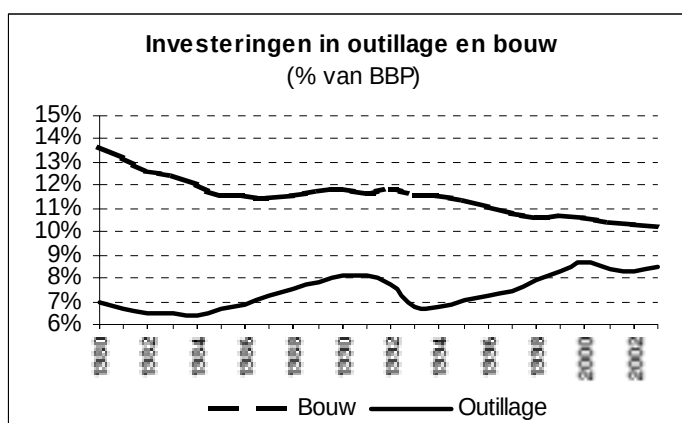
3.1. Investeringstendensen in de eurozone in de jaren negentig

Overheids- en de privé-investeringen zijn cruciaal voor de ontwikkeling van het groeipotentieel van de eurozone op middellange en langere termijn, aangezien zij bepalend zijn voor de structuur en de omvang van de kapitaalvoorraad en fungeren als kanaal voor de penetratie van nieuwe technologieën. Hoewel uit het empirische bewijsmateriaal nog geen conclusies kunnen worden getrokken¹², is het niettemin duidelijk dat de EMU belangrijke positieve mogelijkheden voor investeringen in de eurozone biedt om drie redenen:

- De euro vult het interne-marktprogramma aan en bevordert daardoor de mededinging en verkleint de wisselkoersrisico's.
- Naarmate de financiële markten steeds verder integreren, zullen de financieringsvoorwaarden voor de ondernemingen naar verwachting in het algemeen verbeteren en zullen grensoverschrijdende investeringen gemakkelijker worden.
- Op het niveau van het economisch beleid zal de EMU naar verwachting werken als katalysator voor structurele hervormingen, vooral op de arbeidsmarkten. Op budgettair gebied zullen de lagere tekorten en de dalende schuldquote's van invloed zijn op de rentetarieven en ruimte scheppen voor bedrijvigheid in de privé-sector.

Er zij op gewezen dat, hoewel het duidelijk is dat het EMU-kader investeringskansen biedt, het benutten van die kansen de komende jaren grote beleidsinspanningen zal vergen op zowel macro- als micro-economisch niveau. De omvang van de uitdaging blijkt uit een analyse van de historische ontwikkelingen. De matte investeringsprestatie van de eurozone in de jaren negentig wordt door velen beschouwd als een belangrijke factor achter de relatief slechte huidige en potentiële groeiprestatie van de zone. In dit hoofdstuk wordt getracht factoren te isoleren die cruciaal zijn voor het bepalen van de investeringstendensen, met bijzondere nadruk op die waarop de EMU waarschijnlijk direct of indirect invloed heeft.

In het grootste deel van de jaren negentig was de investeringsactiviteit in de eurozone gering. Het investeringsherstel aan het einde van de jaren negentig verliep traag in vergelijking met de vorige investeringscyclus, die in 1986 begon, vijf jaar duurde en waarin de stijging van de totale investeringen liefst 7% bedroeg. Daarentegen was het herstel aan het einde van de jaren negentig korter en minder uitgesproken, met een jaarlijkse stijging van niet meer dan 5%. Het aandeel van de investeringen vertoont een soortgelijk beeld van een matiger herstel in de jaren negentig, met een gestadige voortgang tussen 1997 en 2000, waarbij het hoogtepunt van het einde van de jaren tachtig echter nog niet wordt gehaald. In de tweede helft van de jaren '80 namen de investeringen ongewoon levendig toe¹³.

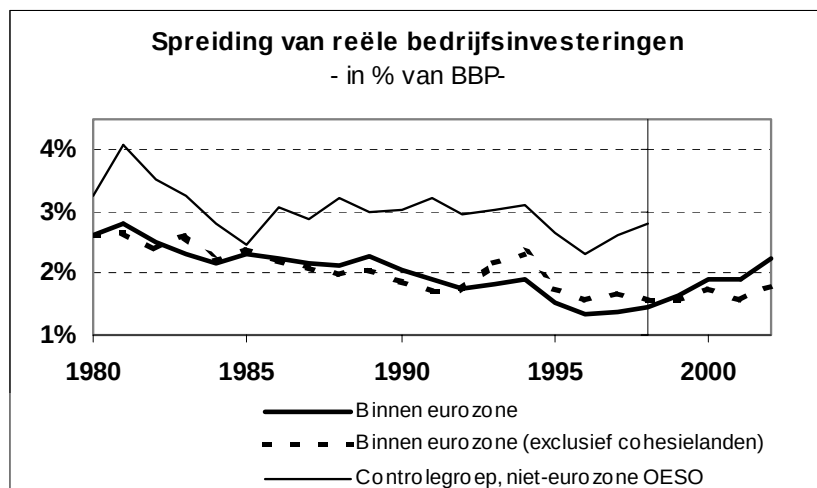


¹² Aangezien het EMU-proces nog maar kort geleden van start is gegaan, is het duidelijk nog te vroeg om te trachten een uitvoerige empirische evaluatie van het effect ervan op de investeringen in de eurozone te verrichten.

¹³ Deze levendigheid weerspiegelde, althans ten dele, de anticipatie of de voltooiing van de interne markt.

De totale investeringen kunnen worden uitgesplitst in investeringen in bouw en outillage, dan wel in overheids- en particuliere investeringen. De bouwsector, die meer dan de helft van de totale investeringen voor zijn rekening neemt, was in belangrijke mate verantwoordelijk voor de matige investeringsprestatie van de eurozone na de recessie van 1992-1993. Daarentegen lijken de expansiefases van de investeringen in outillage in de jaren '80 en '90 nogal op elkaar qua duur en groeipercentages. De gemiddelde groei verliep iets trager tijdens de expansie van de jaren '90, maar in 2000 waren de reële investeringen in outillage veel hoger als percentage van het BBP dan op het hoogtepunt van de vorige investeringscyclus. Ongeveer driekwart van de totale investeringsuitgaven van het bedrijfsleven gaat naar uitrusting, waarvan een duurzaam groeipatroon gedurende het grootste deel van de tweede helft van de jaren '90 getuigt. Ook het aandeel van de ICT-uitgaven in het totale BBP is de laatste jaren toegenomen¹⁴. In tegenstelling tot de bedrijfsinvesteringen zagen de overheidsinvesteringen (deels ten gevolge van privatisering) hun aandeel in het BBP voortdurend dalen tussen 1991 en 1998, waarna het ongeveer stabiel bleef. Indien wij de investeringen in de bouw en de overheidsinvesteringen uitsluiten, is het beeld van de jaren '90 voor wat betreft de investeringen in outillage derhalve bemoedigend, want de bedrijfsinvesteringen op dit gebied zijn sinds halverwege de jaren '90 vooral reël toegenomen en de prijzen in de ICT-sector dalen sterk. De bedrijfsinvesteringen (als aandeel van het BBP) zijn opgelopen tot een peil dat vergelijkbaar is met het hoogtepunt van het einde van de jaren '80.

In de jaren '90 werden de verschillen tussen de investeringsquotes van de verschillende landen veel kleiner, terwijl de spreiding van de investeringsquotes over de rest van de OESO-landen¹⁵ vrij stabiel bleef. Dit verschijnsel was de voorbode van de convergentie van de economische voorwaarden en de striktere synchronisatie van het beleid in de aanloop naar de derde fase van de EMU. Vreemd genoeg was de reële convergentie nog duidelijker voor de meer geavanceerde economieën dan voor de cohesielanden. Sinds 1999 is de spreiding van de bedrijfsinvesteringsquotes echter niet verder verminderd en de laatste jaren is er zelfs een geringe toename geweest die tot op zekere hoogte werd veroorzaakt door de levendigere investeringen in de landen die aan een inhaalproces bezig waren.



¹⁴ In een recente studie schat de ECB (ECB WP 122, New Technologies and Productivity Growth in the euro area, Vijselaar and Albers) dat de bijdrage van de ICT-investeringen tot de productiegroei in de eurozone is gestegen van 0,37 procentpunt in de periode 1991-1995 tot 0,74 procentpunt in 1996-1999.

¹⁵ Inclusief Denemarken, Zweden en het Verenigd Koninkrijk.

Kader: Buitenlandse directe investeringen

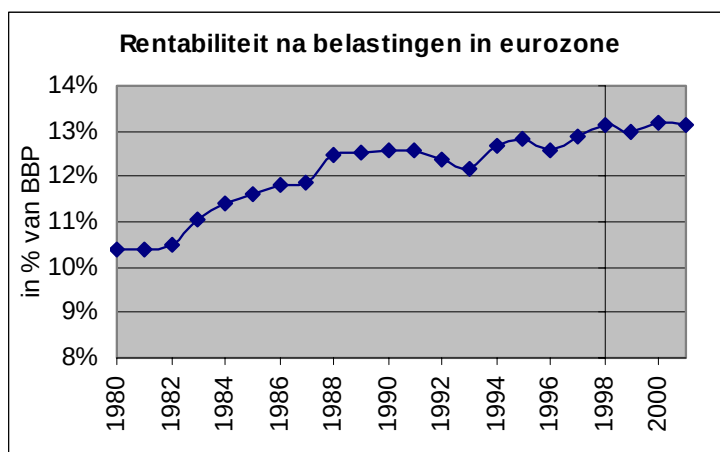
Gedurende de jaren '90 deed de Europese integratie de belemmeringen voor buitenlandse directe investeringen (BDI) en voor rechtstreekse eigendom van buitenlandse ondernemingen geleidelijk verdwijnen. De invoering van de euro heeft geleid tot een verdere vermindering van de belemmeringen voor de investeringsstromen binnen de eurozone welke voortvloeiden uit de potentiële variabiliteit van de wisselkoersen, en tevens is hierdoor de voorkeur voor het eigen land in de particuliere portefeuilles waarschijnlijk minder geworden. Tegelijkertijd zijn de handelsbelemmeringen verlaagd en, voor zover BDI een substituut voor handelsstromen zijn, is het totale effect van de integratie derhalve onduidelijk.

Zowel de uitstromen van BDI uit de eurozone als de instromen in de regio namen in de tweede helft van de jaren '90 aanzienlijk toe. Het hoge peil van de netto-uitstromen van BDI in de laatste jaren lijkt enige toelichting te vereisen. De netto BDI-uitstromen uit de eurozone stegen in de tweede helft van de jaren '90 fors tot gemiddeld meer dan 1% van het BBP tussen 1996 en 1999. De BDI-gegevens wijzen erop dat de investeringen door in de eurozone gevestigde ondernemingen zich in werkelijkheid in de tweede helft van de jaren '90 veel sterker herstelden dan blijkt uit de gegevens van de nationale rekeningen over de bedrijfsinvesteringen. De analyse van geografische en sectorale gegevens bevestigt dat de toename van de netto BDI-stromen gedurende de laatste jaren grotendeels het gevolg was van de strategische beslissingen van multinationale ondernemingen in een beperkt aantal sectoren en gebieden, die waarschijnlijk meer verband hielden met globalisering dan met verschillen in de verwachte rentabiliteit. De gegevens voor 2000 weerspiegelen grote instromen in Duitsland en grote uitstromen uit het Verenigd Koninkrijk voor fusies en overnames in de telecomsector. Tot dusverre zijn er geen overtuigende empirische bewijzen dat de BDI-stromen sterk hebben gereageerd op verschillen in concurrentie binnen de eurozone.

3.2. Factoren die bepalend zijn voor de investeringen in de eurozone

De economische theorie wijst op drie belangrijke macro-economische factoren die bepalend zijn voor de investeringen: de totale vraag, de kosten van kapitaal en de rentabiliteit. Gezien de bijzondere betekenis van productiviteit en potentiële groei werd een eenvoudige en directe test van het relatieve belang van de voornaamste macro-economische variabelen uitgevoerd met gebruikmaking van de rentabiliteit, de relatieve investeringskosten en de reële rentetarieven als variabelen ter verklaring van de investeringen in outillage. Zoals verwacht, laten de onderzoekresultaten het positieve effect zien van hogere winsten, relatieve investeringskosten, lagere reële rentetarieven en lagere belastingen. Bij een duurzame verhoging van de rentabiliteit met 1 procentpunt stijgt het aandeel van de outillage-investeringen in het BBP met 0,10 tot 0,15 procentpunt. Bij een even grote daling van de relatieve investeringskosten of de reële rentetarieven zou het aandeel stijgen met ongeveer 0,05 procentpunt.

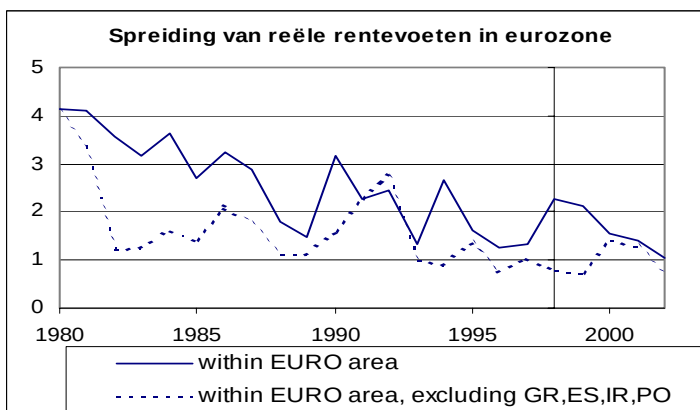
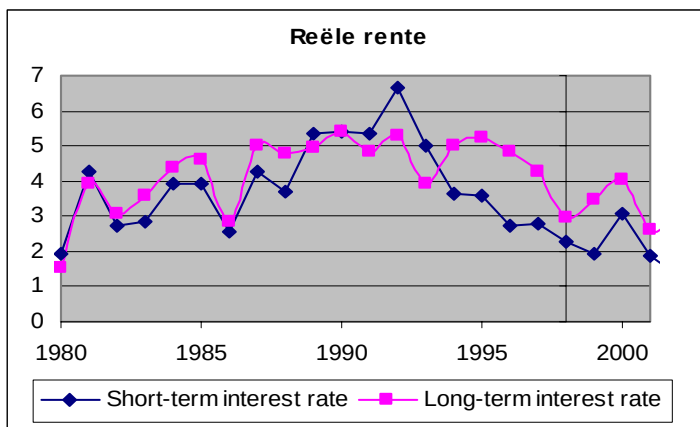
Sinds het begin van de jaren '90 vertoont de rentabiliteit na belasting¹⁶ in de eurozone een aanhoudende en forse stijging. Tegelijkertijd is de groei arbeidsintensiever geworden, hetgeen een belangrijke vermindering van de substitutie van arbeid door kapitaal impliceert. Deze trend weerspiegelt zowel de gestadig voortdurende ontwikkeling in de richting van een diensteneconomie als de lange periode



¹⁶ Gemeten als het BBP tegen marktprijzen min het inkomen uit arbeid (exclusief zelfstandigen) maal een min het effectieve tarief van de vennootschapsbelasting, alles in procent van het kapitaal.

van volgehouden loonmatiging. Helaas lijkt de relatief forse stijging van de rentabiliteit tot dusverre niet tot uiting te komen in een even sterke algemene investeringsactiviteit. Bemoedigender is dat de EMU positieve effecten op de investeringen heeft gehad doordat zij de onzekerheid heeft vermindert: de volatiele wisselkoersen tussen de lidstaten van de eurozone behoren tot het verleden en de korte en lange rentetarieven zijn lager ten gevolge van de deugdelijkheid van het begrotingsbeleid in het kader van de EMU.

Zoals verwacht, hebben de fundamentele macro-economische factoren die bepalend zijn voor de investeringen, de laatste jaren ook een belangrijke mate van convergentie vertoond. De spreiding van de rentabiliteit na belasting, gemeten aan de hand van haar standaardafwijking, is sinds het einde van de jaren tachtig bijna gehalveerd met vooral een opvallende daling in het begin van de jaren negentig. Ook de reële rentetarieven hebben tekenen van convergentie vertoond. De convergentie van de rentabiliteit weerspiegelt de verhoogde concurrentie op de product- en de arbeidsmarkten, maar ook de grotere kapitaalmobiliteit ten gevolge van de financiële liberalisatie. Tezamen met de verhoogde synchronisatie van de budgettaire en monetaire voorwaarden in de eurozone verklaart dit de convergentie van de reële rentetarieven. Niettemin blijven factoren die specifiek zijn voor bepaalde landen een rol spelen. De uitzonderlijke toename van de investeringen in Ierland ging gepaard met een belangrijke stijging van de rentabiliteit na belasting. Portugal is het enige land waar de rentabiliteit de laatste drie jaar is gedaald, maar doordat de reële rentetarieven ook zijn gedaald is de investeringsquote nauwelijks veranderd.



Terwijl de tradititoele macro-economische variabelen het investeringsgedrag in de eurozone tot op zekere hoogte lijken te verklaren, zijn macro-economische factoren ook van belang. Het is duidelijk dat de structurele knelpunten op de financiële, de arbeids- en de productmarkten moeten worden aangepakt om het volledige potentieel van de EMU te benutten waar het erom gaat het economische klimaat voor de investeringen te verbeteren. Variabelen die betrekking hebben op de effectenmarkten correleren positief met de investeringsgroei in vergelijkingen tussen landen. Er bestaan soortgelijke verbanden voor indicatoren van de omvang, de liquiditeit en de prijzen van de effectenmarkten. Dit behoeft geen verbazing te wekken, want bedrijven investeren om de winst te verhogen en aandeelhouders beoordelen de waarde van bedrijven aan de hand van de verwachte toekomstige winst. Het tot dusverre beschikbare bewijsmateriaal wijst erop dat effectenmarkten als financieringsbron bijzonder belangrijk zijn voor ondernemingen in de ICT-sector, die een belangrijke drijvende kracht achter de groei van de investeringen in de VS waren. De regulering van de productmarkten schijnt een andere structurele bepalende factor te zijn die een belangrijke invloed op het investeringsgedrag heeft. Door de OESO uitgewerkte indicatoren voor het meten van de verschillen in reguleringspatronen tussen landen, laten steeds zien dat een meer restrictieve regulering hand in hand gaat met lagere investeringsgroei. Vooral indicatoren die verband houden met de mate van overheidseigendom (omvang, werkgebied en bestuur van overheidsbedrijven), de betrokkenheid van de staat bij

bedrijfsoperaties (prijsregeling, toepassing van bestuurs- en controlevoorschriften) en belemmeringen voor het ondernemerschap (ondoorzichtige regelgeving, hoge administratieve lasten voor starters en concurrentiebelemmeringen) zijn negatief gerelateerd met de investeringsactiviteit. Ten slotte heeft het gebrek aan flexibiliteit van de arbeidsmarkten de investeringen in de eurozone wellicht afgeremd. De OESO-indicator van de arbeidsbeschermingswetgeving is namelijk negatief gerelateerd met de reële investeringsstijging. Andere kwantitatieve structurele arbeidsmarktvariabelen wijzen in dezelfde richting, bijvoorbeeld het tarief van de belasting op laagbetaalden en de duur van werkloosheidsuitkeringen.

Uit het bovenstaande kan worden afgeleid dat het nodig en mogelijk is het investeringsklimaat in de eurozone te verbeteren, waarbij de EMU het potentieel hiertoe biedt. Een duurzame stijging van de quote van de bruto-investeringen in vaste activa zou de eurozone op een pad van een blijvend hogere levensstandaard brengen. Een stijging van het aandeel van de investeringen in het BBP zou het groeipotentieel van de zone op zeer korte termijn doen toenemen, en ook op langere termijn indien de technologische vooruitgang leidt tot een modernere kapitaalvoorraad. De beschikbare gegevens over de factoren die bepalend zijn voor de investeringen, wijzen op de noodzaak een aantal structurele rigiditeiten in de eurozone aan te pakken om het investeringsklimaat te verbeteren. In dit verband worden allerlei mogelijke structurele hervormingsmaatregelen overwogen, waaronder arbeidsmarkthervormingen, verlagingen van de vennootschapsbelastingen, hervormingen van de productmarkten en de financiële markten, die de concurrentie verhogen en monopoliewinst verminderen.

Tot besluit kan worden gezegd dat de EMU het potentieel heeft om het investeringsklimaat in de eurozone aanzienlijk te verbeteren en te fungeren als belangrijk tegenwicht voor het negatieve effect op de groei van factoren als de dalende bevolking. Verwacht wordt dat de EMU deze positieve rol zal vervullen (a) door de concurrentie te bevorderen en de wisselkoersrisico's te verminderen, hetgeen van invloed zal zijn op een reeks van investeringsdeterminanten; (b) door als katalysator voor de ontwikkeling van de financiële markt te fungeren; en (c) door aan te zetten tot een reeks macro- en micro-economische hervormingen die de investeringen zullen bevorderen.

4. HET FINANCIËEL STELSEL VAN DE EUROZONE

4.1. Algemene ontwikkelingen in het financieel stelsel van de EU

In de laatste jaren heeft zich een zichtbare versnelling van het ontwikkelings- en integratieproces van de financiële markten voorgedaan. Dit heeft drie belangrijke oorzaken: (i) de globalisering, bevorderd door de liberalisering van het internationale kapitaalverkeer, financiële deregulering en de technologische vooruitgang; ii) de vooruitgang bij de totstandbrenging van een gemeenschappelijk regelgevend kader in de EU (als onderdeel van de inspanning om de interne markt voor de financiële diensten te voltooien), vergezeld van financiële hervormingen in de lidstaten; en iii) de invoering van de euro.

Vóór januari 1999 vormde het handelen in veel nationale valuta's een belangrijke belemmering voor de financiële integratie in de Unie. Het wisselkoersrisico beperkte de aantrekkelijkheid van grensoverschrijdende investeringen, de prikkels om de regelgeving in de EU te harmoniseren en de concurrentiedruk op de binnenlandse markten van de lidstaten. Met de invoering van de euro als enige munt van twaalf lidstaten is de situatie veranderd. De euro heeft het wisselkoersrisico als oorzaak van fragmentatie van het financieel stelsel in de eurozone geëlimineerd en tegelijkertijd de alternatieve kosten van de resterende fragmentatieoorzaken doen uitkomen. De verdieping van de integratie dankzij de euro komt tot uiting in meer homogene markten, een consolidatiegolf bij de intermediairs en op de beurzen en de opkomst van nieuwe en innoverende producten en technieken. De marktoperatoren hebben meer pan-Europese strategieën ingevoerd en de beleidsmakers hebben gereageerd door hoge prioriteit te geven aan de voltooiing van de interne markt voor financiële diensten. Bovendien is de prikkel thans groter om binnenlandse hervormingen te intensiveren teneinde het concurrentievermogen van de voorheen beschermde nationale financiële stelsels te vrijwaren.

Financiële structuren in de eurozone en de VS (eind 2001, in % van het BBP)

	eurozone	VS
Bankdeposito's	64,3	60,6
Bankleningen	108,2	50,7
– aan bedrijven	42,7	16,1
– aan gezinnen	45,7	34,6
– aan de overheid	12,4	0,0
Uitstaand schuldpapier, uitgegeven door	90,6	148,6
– bedrijven	5,8	24,2
– financiële instellingen	28,7	43,1
– overheid	52,7	84,4
Beurskapitalisatie	73,3	138,7

Bronnen: ECB (bankdeposito's en leningen in eurozone), Federal Reserve (bankdeposito's en leningen in de VS), Eurostat (BBP van eurozone en VS, beurskapitalisatie), BIB (schuldpapier). Voor de VS zijn bankdeposito's en leningenaggregaten van de handelsbanken, de kredietverenigingen en de spaarinstellingen (gegevens van Fed, geldstromen). Voor de VS omvat het uitstaande schuldpapier van de overheid de emissies van gesubsidieerde ondernemingen en hypotheekverenigingen.

De financiële stelsels van de VS zijn overwegend marktgericht en dat van de eurozone overwegend bankgericht.¹⁷ Dit is nog steeds het geval. Zo speelt bankfinanciering een veel grotere rol voor het bedrijfsleven in de eurozone dan in de VS. In de VS is directe emissie van effecten het voornaamste middel voor bedrijfsfinanciering, hetgeen blijkt uit de hoge uitstaande bedragen aan schuldpapier en de beurskapitalisatie. Ondanks deze verschillen valt op dat in beide economische zones de gehele gamma instrumenten en intermediairs een belangrijke rol spelen.

De vooruitgang op het gebied van informatieverwerking, liberalisatie en marktintegratie (onder meer door de afschaffing van de twaalf nationale valuta's) is bevorderlijk voor de ontwikkeling van de financiering via de kapitaalmarkten. Er zijn echter geen theoretische of empirische bewijzen voor de stelling dat een meer geëffectiseerd financieel systeem superieur is aan het huidige bankgerichte systeem. Andere kenmerken worden thans belangrijker geacht voor de algemene doelmatigheid van het financieel bestel, zoals volledigheid en aanpasbaarheid¹⁸.

De financiële sector van de eurozone bevindt zich in een fase van snelle structurele veranderingen, waarbij de diepere integratie van de nationale markten vergezeld gaat van een algemene expansie van de financiële sector en een scherpere concurrentie tussen de beschikbare instrumenten en tussenpersonen. Door de specifieke kenmerken van de verschillende componenten van de financiële sector vertonen de markten, vooral op het punt van integratie, vrij grote ontwikkelingsverschillen.

4.2. Geldmarkt en derivatenmarkten

Vanaf 1 januari 1999 worden de monetaire beleidsoperaties van de ECB uitgevoerd in euro op basis van de zonewijde vraag naar liquiditeiten, zonder onderscheid tussen de individuele liquiditeitsbehoeften van de nationale bankstelsels. De problemen met de liquiditeitstoeiwijzingsprocedures van de ECB in de beginperiode werden doelmatig aangepakt door de overstap variabele-rentetendens in juni 2000. Sindsdien heeft de euro-geldmarkt goed gewerkt, maar de verschillende segmenten vertonen niet dezelfde graad van integratie.

Op de markt voor *ongedekte interbancaire deposito's* in de eurozone is de integratie vrijwel voltooid en is sprake van een praktisch volledige convergentie van de zeer korte rente. Deze renteconvergentie komt ook tot uiting in de aanvaarding door de marktoperatoren van EONIA (Euro Overnight Index Average) en EURIBOR (Euro-Inter-Bank Offered Rate) als uniforme prijsreferenties. De renteconvergentie is bevorderd door een efficiënte verdeling van de liquiditeiten in de eurozone: de grensoverschrijdende transacties vertegenwoordigen een groot deel (ongeveer 60%) van de totale interbankactiviteiten van de grootste marktdeelnemers. Er zijn tekenen die erop wijzen dat de interbankmarkt een tweeledige structuur voor de verdeling van de liquiditeiten tot stand heeft gebracht, waarbij de relatief grote banken de grensoverschrijdende transacties domineren en de kleinere banken voor hun financiering gebruik maken van binnenlandse transacties met grotere banken. De renteconvergentie wordt ook vastgesteld bij de iets langere looptijden op de geldmarkt. Een analyse van de BIB¹⁹ wijst op een afname met 40 % van de bied-laattmarges op de driemaands-eurodepositotarieven in 2000 ten opzichte van 1996 als verder bewijs van de integratie van de ongedekte geldmarkt in euro.

¹⁷ Bij vergelijkingen moet voor ogen worden gehouden dat de eurozone fundamenteel verschilt van de VS, want zij is een Unie van landen en niet een enkel land. Ondanks de grote vooruitgang bij de financiële integratie wordt de financiële sector van de eurozone nog steeds gekenmerkt door uiteenlopende nationale wettelijke en regelgevende systemen, markten, overeenkomsten, enz.

¹⁸ Een volledige financiële structuur biedt een bedrijf financiering via de markten en tussenpersonen die het best beantwoordt aan de behoeften in de verschillende stadia van het bestaan van een bedrijf. Een adaptieve structuur biedt speelruimte voor de ontwikkeling van nieuwe vormen van financiële bemiddeling en contracten volgens de veranderingen in de bedrijfsomgeving.

¹⁹ Bank voor Internationale Betalingen (2000), 70e jaarverslag.

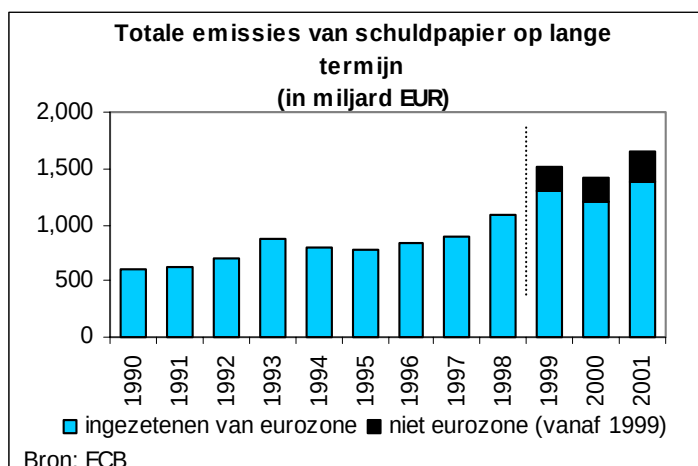
Gelijk met de ongedekte geldmarkt is ook de *derivatenmarkt* in de eurozone sterk geïntegreerd. De grensoverschrijdende markt voor renteswaps vertoont een forse expansie sedert de invoering van de euro, en de hoge graad van marktintegratie komt tot uiting in zeer kleine bied-laadmarges en relatief hoge uitstaande bedragen. De activiteit op de andere derivatenmarkten is eveneens toegenomen, waarbij de op EURIBOR gebaseerde termijncontracten de contracten in de vroegere valuta's hebben verdrongen.

De *gedekte segmenten van de geldmarkt* (bijvoorbeeld onderhandse terugkoopovereenkomsten, schatkistcertificaten, commercieel papier en depositocertificaten, waarbij een zekerheid wordt gesteld bij de overdracht van liquiditeiten) zijn nog steeds veel minder geïntegreerd. Dit is te verklaren door moeilijkheden bij het grensoverschrijdend gebruik van zekerheden, welke vooral het gevolg zijn van nationale verschillen in marktpraktijken, regelgeving en fiscale/wettelijke behandeling van de als zekerheid gebruikte effecten. Deze nationale verschillen komen tot uiting in gesegmenteerde marktinfrastructuren en kunnen tot grote praktische moeilijkheden leiden bij de grensoverschrijdende verrekeningen en betalingen, zoals wordt benadrukt in een recent verslag van de Giovannini-group²⁰. De richtlijn over de zekerheidstelling, die tegen 2003 volledig ten uitvoer moet zijn gelegd, zal de huidige moeilijkheden bij het grensoverschrijdend gebruik van zekerheden verhelpen en bijdragen tot de verdere integratie van de financiële markten in de EU, bijvoorbeeld door te bepalen welke wet de grensoverschrijdende zekerheid regelt.

4.3. Obligatiemarkten

De euro heeft de nationale obligatiemarkten van de deelnemende lidstaten geïntegreerd, waardoor een veel homogenere euro-obligatiemarkt is ontstaan. De gevolgen van de integratie komen tot uiting in veel aspecten van de marktactiviteit.

In de eerste plaats heeft de grotere liquiditeit en diepte van de euromarkt geleid tot een toename van het uitgiftevolume. De totale binnenlandse emissies in euro sinds januari 1999 zijn omvangrijker dan de totale emissies in de vroegere valuta's van de eurozone in de jaren vóór de EMU. De euro-emissieactiviteit was bijzonder krachtig in 1999 (20% meer dan in 1998). Dit had te maken met het vrijkomen van de bedwongen vraag van emittenten en beleggers, die hun



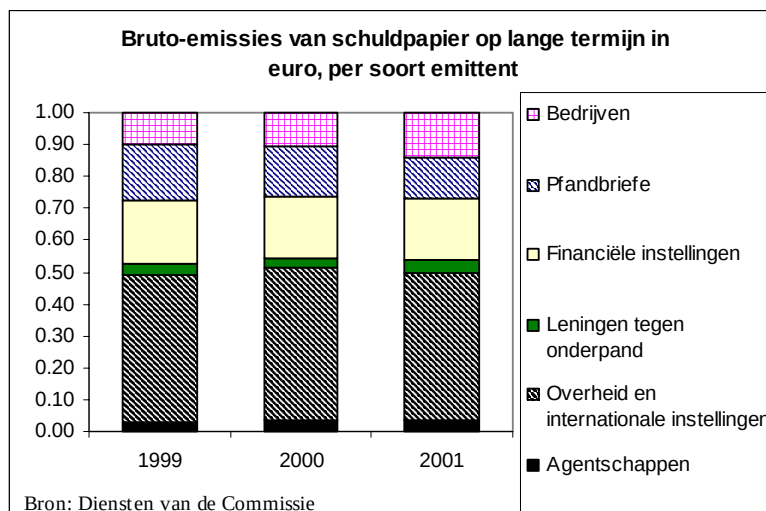
²⁰ De Giovannini-group is een groep van marktdeelnemers onder voorzitterschap van Alberto Giovannini, welke werd opgericht om de Commissie advies te verstrekken over de financiële markt. In november 2001 bracht de groep een verslag uit over de grensoverschrijdende clearing- en betalingsregelingen in de Europese Unie. Dit verslag is gepubliceerd als economisch document nummer 163 van de Europese Commissie en kan worden geraadpleegd op: http://europa.eu.int/comm/economy_finance/giovannini/clearing_settlement_en.htm.

optreden op de markt hadden uitgesteld wegens de verstoring van het internationaal financieel stelsel en onzekerheden in verband met de omschakeling op de euro. De bedrijfsemittenten waren bijzonder actief in de eerste maanden van 1999, toen velen trachtten een positie te verwerven in de nieuwe en potentieel meer liquide markt. In 2000 namen de uitgften echter af met 6% (ook die van de niet-ingezetenen van de eurozone waarover eerst sinds 1999 gegevens beschikbaar zijn) als gevolg van de terugkeer tot een meer normaal tempo van emissieactiviteit, een vermindering van de leningsbehoeften van de overheid en een geleidelijke verslechtering van de marktstemming door de gestage stijging van de rentevoeten en de aardolieprijzen. Begin 2001 vertoonden de euro-emissies een sterk opgaande tendens. Ondanks een vertraging later in het jaar lagen de totale emissies in 2001 16% hoger dan in 2000. Dit was toe te schrijven aan de ondernemingen en de financiële instellingen, die reageerden op de verbeterde voorwaarden op de obligatiemarkten en de internationale achteruitgang op de aandelenmarkten.

In de tweede plaats is in vergelijking met de situatie vóór de EMU het aandeel van de particuliere sector aanzienlijk toegenomen ten opzichte van dat van de overheidssector. De

verschuiving in de samenstelling van de emissies is het gevolg van de verminderde financieringsbehoeften van de overheden in de eurozone na de bezuinigingen van de jaren negentig en de sterke toename van de emissies van financiële en niet-financiële vennootschappen. Vooral de relatief onderontwikkelde markt van de niet-financiële bedrijfsobligaties vertoonde een buitengewoon snelle groei: van 27 miljard EUR in 1998 tot 97 miljard in 2001. Verder bewijs van de toegenomen liquiditeit in het bedrijfsleven en de financiële sector kan worden gevonden in de steeds grotere omvang van de individuele emissies, die nu al boven de 1 miljard EUR ligt.²¹ In het niet-financiële segment van de bedrijfsobligatiemarkt is de toename van de emissies van de lager genoteerde vennootschappen ook een indicatie van een relatief liquide markt, hoewel het aandeel van de uitgften met een hoog rendement relatief klein blijft. De tendens naar meer effectisering weerspiegelt ongetwijfeld een hogere vraag van de beleggers op de meer liquide markt van de euro-obligaties, alsook andere factoren die niet rechtstreeks verband houden met de euro, zoals de behoefte aan financiering van het toegenomen aantal fusies en overnames en de UMTS-veilingen waardoor het aanbod van bedrijfsobligaties en financiële obligaties is gestimuleerd.

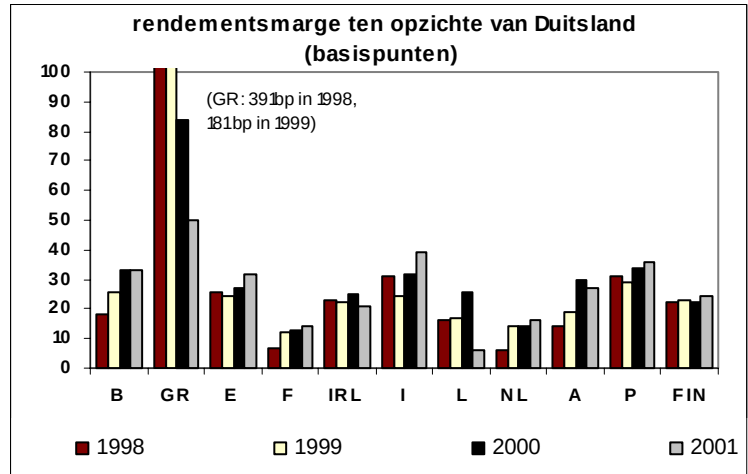
Ondanks hun lagere aandeel in de totale emissies blijven de overheidsinstellingen een belangrijke bron van euro-obligaties. In 2001 vertegenwoordigden zij nog meer dan 40% van de totale emissies in euro. De homogeniteit van de overheidsobligatiemarkt komt tot uiting in sterk convergerende rendementen tussen de lidstaten van de eurozone, hetgeen in sterke tegenstelling is met de situatie in het midden van de jaren negentig. Deze convergentie kan worden toegeschreven aan de verdwijning van het wisselkoersrisico en de relatieve verbetering van de begrotingssituatie in verschillende lidstaten. Er is



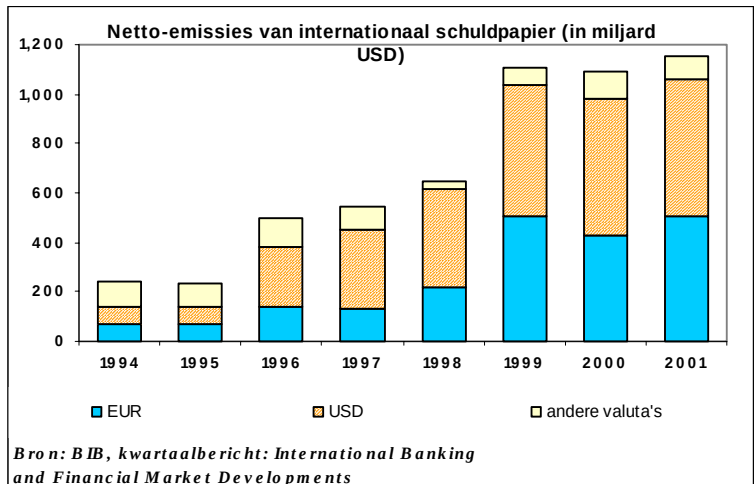
²¹ Freddie Mac, de Amerikaanse semi-overheidsinstelling voor hypotheekleningen, startte een omvangrijk euro-emissieprogramma in september 2000 voor 5 miljard EUR per kwartaal met verschillende looptijden.

echter nog steeds sprake van fragmentatie van de liquiditeit op dit marktsegment, want het overheidspapier wordt uitgegeven door twaalf verschillende instellingen met uiteenlopende financieringsbehoeften, strategieën, procedures en instrumenten. Liquiditeitspremies schijnen in opkomst te zijn als belangrijke bepalende factor van de rendementsmarges van het overheidspapier in de eurozone, vooral voor de kleinere lidstaten, waarvan verschillende een relatief laag kredietrisico genieten dankzij hun gunstig begrotingssaldo. De meeste

landen hadden in 2001 een iets grotere tienjarenmarge ten opzichte van Duitsland dan in 1998. De voorkeur die de Duitse tienjaren-Bund geniet, heeft ook te maken met het feit dat de Bund leverbaar is in het termijncontract in Eurex, welke een overheersende positie heeft gekregen in de eurozone. Een actieve derivatenmarkt bevordert uiteindelijk de liquiditeit van de achterliggende effecten.



In de derde plaats is de euro met de toename van het volume van de emissies de tweede belangrijkste valuta voor obligatie-emissies in de wereld geworden. De US-dollar en de euro domineren thans de internationale emissies met ruim 90% van het totaal²². Het aandeel van de euro in de internationale emissies was in 1999 vrijwel even groot als dat van de USD, maar in 2000 is het teruggevallen. In 2001 bedroeg het aandeel van de euro 44%, tegen 48% voor de USD.



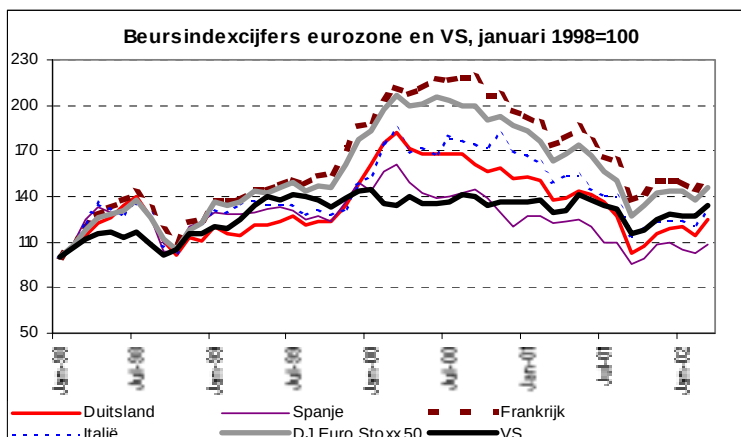
²² De BIB-databank van internationaal schuld papier betreft drie soorten instrumenten: effecten in een andere valuta dan die van de markt waar zij zijn uitgegeven ("eurobonds"); effecten in de valuta van de markt waar zij zijn uitgegeven door niet-ingezetenen (buitenlandse obligaties, zoals de "Yankee" op de Amerikaanse markt); en effecten in de valuta van de markt waar zij zijn uitgegeven door ingezetenen, maar ten behoeve van niet-ingezetenen (BIB, kwartaalbericht, maart 2002).

4.4. Aandelenmarkten

De verdwijning van het wisselkoersrisico dankzij de euro betekende een stimulans voor de grensoverschrijdende vraag naar beleggingen in aandelen. Andere factoren die de grensoverschrijdende handel in de hand hebben gewerkt, zijn de toenemende internationalisering van de aandelenemissies, de toename van het aantal fusies en overnames tussen landen en de consolidatie van de officiële aandelenbeurzen.

Afgezien van deze structurele ontwikkelingen, is de integratie van de aandelenmarkten in de EU vooral tot uiting gekomen in een meer sectoraal gecorreleerd verloop van de aandelenkoersen in de lidstaten. Dit wijst op een verandering in het gedrag van de belegger, met een verschuiving van landgerichte naar sectorgerichte beleggingen, waarbij een afwijkend verloop van de indexcijfers vooral te verklaren is door verschillen in samenstelling. Het gebruik van aan aandelen verbonden derivaten is in de laatste jaren ook aanzienlijk toegenomen en heeft de liquiditeit van de primaire markt verhoogd.

De euro heeft de grensoverschrijdende aandelenbeleggingen gestimuleerd en daardoor ook de activiteit op de nieuwe-economiebeurzen in de EU, die - gelijkoplopend met de ontwikkelingen in de VS - de jongste jaren een vrij extreem gedrag te zien hebben gegeven door de stijgingen en dalingen van de vraag naar TMT (technologie, media en telecommunicatie) -aandelen.



De officiële beurzen hebben op de toegenomen concurrentie, waaronder die van de vele elektronische verhandelingsnetwerken die in de laatste jaren tot stand zijn gekomen, gereageerd met een consolidatiebeweging. Dit verschijnsel was eerder mondiaal dan Europees, maar in Europa zijn er verschillende belangrijke consolidaties geweest. De meest opvallende was de oprichting van Euronext (de fusie van de beurs van Amsterdam, Brussel en Parijs midden 2000, in 2002 gevolgd door die van Lissabon). Niet alle consolidatie-inspanningen zijn echter geslaagd: in het oog springt bijvoorbeeld de mislukte fusie van de Deutsche Börse en de beurs van Londen.

Deze consolidatie wordt thans gevolgd door een trage hervorming van de infrastructuur voor na-handel. De Europese effectenhandel heeft zich steeds nationaal ontwikkeld, hetgeen heeft geleid tot efficiënte structuren voor effectentransacties op nationaal niveau, meestal met verticale integratie van verhandeling, clearing, afwikkeling en effectenbewaring²³. De nationale structuren - met zeer beperkte mogelijkheden tot grensoverschrijdende handel - bestaan over het algemeen nog steeds. Zij hanteren specifieke marktpraktijken en zijn onderworpen aan een uiteenlopend kader van wet- en regelgeving en fiscale behandeling van effecten. Deze stand van zaken veroorzaakt extra kosten bij grensoverschrijdende verhandeling in de Europese Unie, zowel rechtstreeks in de vorm van hogere prijzen voor de geboden diensten, als onrechtstreeks door de ontoereikende werking van het financieel stelsel (bijvoorbeeld bijkomende kantoorkosten om verschillende markten te bereiken). De beperkte consolidatie die tot dusver heeft plaatsgevonden, had vooral betrekking op de clearinginstituten, terwijl de configuratie van de effectenbetalingssystemen niet veel is veranderd ten opzichte van de situatie vóór de euro²⁴.

²³ Zie het verslag van de Giovannini-groep over "Grensoverschrijdende clearing- en betalingsregelingen in de Europese Unie", *op. cit.*

²⁴ Zo zijn de clearingfuncties van drie van de Euronextbeurzen (Amsterdam, Brussel en Parijs) sedert begin 2001 wettelijk gefuseerd tot Clearnet SBF als centrale tegenpartij voor alle transacties op Euronext. Om grensoverschrijdende overmakingen te vergemakkelijken, zijn verbindingen tussen de effectenbetalingssystemen tot stand gebracht. Van deze

4.5. Durfkapitaal

Durfkapitaal heeft slechts een klein aandeel in de totale bedrijfsfinanciering. Het belang ervan is echter veel groter dan dit aandeel, want durfkapitaal speelt een sleutelrol in de beginstadia van de levenscyclus van een bedrijf.

In de eurozone is de durfkapitaalsector, mede dankzij Europese initiatieven zoals het actieplan voor risicokapitaal (APRK) van april 1998, in de jaren negentig snel gegroeid. De laatste jaren heeft deze sector de nadelige gevolgen ondervonden van de economische vertraging en de grote prijscorrectie op de beurzen voor snelgroeibedrijven in de loop van 2000. De correctie op de durfkapitaalmarkt kan echter worden beschouwd als een noodzakelijke consolidatie en de sector blijft structureel gezond. Een belangrijke ontwikkeling is de groeiende betrokkenheid van de institutionele beleggers, vooral de pensioenfondsen, met deze markt.

Ondanks deze groei heeft de Commissie in haar tussentijdse analyse van het APRK in oktober 2001 opgemerkt dat de risicokapitaalmarkten in Europa gefragmenteerd blijven - waarbij het grootste deel van de onderhandse participaties in eigen land plaatsvinden - en dat de achterstand op de VS tussen 1998 en 2000 groter is geworden. In 2001 beliepen de durfkapitaalinvesteringen in de eurozone in totaal 8,8 miljard EUR (0,13% van het BBP), tegen 12,5 miljard in 2000. Door de val van de technologiebedrijven op de beurzen was de achteruitgang nog dramatischer in de VS: de durfkapitaalinvesteringen bedroegen er in 2001 39,9 miljard EUR (0,35% van het BBP), tegen 95,1 miljard in 2000.

Dat de durfkapitaalinvesteringen in de eurozone in de eerste plaats in eigen land plaatsvinden, wijst er voor een deel op dat de kapitaalverstrekkers dicht bij hun portefeuillebedrijven willen blijven om deze beter te kunnen volgen. Het is echter ook aannemelijk dat het patroon van de internationalisering van onderhands kapitaalbeheer en investeringen voor een deel wordt bepaald door verschillen in wet- en regelgeving en de belastingen in de landen van de EU. Zo zijn de nationale voorschriften voor de participatie van pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen in onderhands kapitaal nog steeds verschillend en hebben de nationale belastingstelsels een uiteenlopende invloed op de durfkapitaalinvesteringen.

4.6. Financiële tussenpersonen

De gevolgen van de financiële integratie zijn niet beperkt gebleven tot de verschillende delen van de financiële markt, maar strekken zich uit tot de activiteiten van de financiële tussenpersonen. De Europese banken zijn steeds meer betrokken bij het aanbieden van financiële diensten aan buitenlandse bedrijven en particulieren. De markt voor bedrijfsfinancieringsdiensten in Europa wordt steeds meer opengesteld voor de internationale concurrentie. In sommige branches, zoals de emissies van obligaties en aandelen, alsook bij consortiumleningen, hebben de binnenlandse tussenpersonen terrein verloren op hun Amerikaanse concurrenten. De invoering van de euro heeft de concurrentie tussen de financiële tussenpersonen nog doen toenemen, want de prijsdoorzichtigheid is verhoogd, de valutaopbrengsten zijn afgenomen, het concurrentievoordeel voor binnenlandse spelers dat het gevolg was van het bestaan van een nationale valuta is verdwenen, en de euro heeft de ontwikkeling van bredere en meer liquide effectenmarkten die de effectisering en de uitschakeling van tussenpersonen bevorderen in de hand gewerkt.

verbindingen is echter minder gebruik gemaakt dan was verwacht. (ECB (2001) Payment and securities settlement systems in the European Union (Blue Book)).

De meest zichtbare reactie van de financiële tussenpersonen op deze druk was consolidatie, hetzij via fusies en overnames, hetzij door wederzijdse participaties. De consolidatie is gepaard gegaan met een herstructureringsproces en een heroriëntering van de activiteiten weg van de "traditionele" bankleningen naar "investeringsbank"-activiteiten. Deze nieuwe koers heeft de financiële intermediatie gestimuleerd door de verkoop van nieuwe kapitaalmarktproducten en de advisering van cliënten over de prijsstelling en structurering van een fusie of overname. Gevolg is een verschuiving in de inkomsten van de banken van rente- naar niet-renteopbrengsten (honoraria en provisies) en van deposito's ten voordele van effectenemissies. Toch heeft de achteruitgang van de investeringsbankactiviteiten in 2001 aangetoond dat de banksector in de EU de efficiëntie en winstgevendheid van de traditionele bankactiviteiten moet verhogen.

De consolidatie van de financiële intermediatie is tot dusver vooral een nationale aangelegenheid geweest, waardoor de concentratie met name in de kleinere lidstaten sterk is toegenomen. De tendens tot vorming van nationale conglomeraten (consolidatie tussen de verschillende financiële sectoren) neemt ook toe in vele delen van de EU. Toch zijn de grensoverschrijdende fusies en overnames niet onbelangrijk geweest, en zij vertonen een stijgende tendens. Omdat de grote verschillen in nationale wet- en regelgeving (bijvoorbeeld op consumentenzaken en concurrentie) een pan-Europese productgamma in de weg staan, zijn de door grensoverschrijdende fusies te verwezenlijken besparingen waarschijnlijk nog kleiner dan die van binnenlandse fusies. Culturele factoren en verschillen in het kader voor het ondernemingsbestuur werken eveneens ontmoedigend als het gaat om grensoverschrijdende consolidatie. In deze omstandigheden kunnen de financiële tussenpersonen de voorkeur geven aan defensieve fusies in eigen land ter voorbereiding op de pan-Europese concurrentie wanneer de integratie van het financieel stelsel van de EU verder gevorderd zal zijn.

4.7. Uitdagingen voor de beleidsmakers

De euro heeft het wisselkoersrisico in de EU vrijwel volledig doen verdwijnen en werkt als een katalysator voor hervormingen, hetgeen betekent dat hij een belangrijke factor is in de bespoediging van de integratie. Een eengemaakte financiële markt - doelstelling die dateert van het begin van de jaren '70 - is echter nog niet tot stand gebracht. Terwijl de integratie van de financiële markten grotendeels door marktwetten wordt bepaald, daar de financiële instellingen zelf de kansen aangrijpen die hen door de integratie worden geboden, is er behoefte aan overheidsoptreden beleid op verschillende gebieden.

De politieke steun is in de loop van de tijd toegenomen, omdat de beleidsmakers steeds meer de economische voordelen van de financiële integratie inzien. In een geïntegreerde markt hebben de spaarders en beleggers een grotere keuze en genieten zij lagere transactiekosten. Macro-economisch leidt dit tot een toename van de besparingen, de beleggingen en investeringen, de productiviteit en uiteindelijk ook de economische groei. Deze effecten werden onlangs besproken in een verslag van het Economisch en Financieel Comité over de financiële integratie dat was opgesteld voor de informele Ecofin-Raad van Oviedo (13-14 april 2002). Achtereenvolgende Europese Raden (onlangs nog de Europese Raad van Barcelona van maart 2002) hebben de integratie van de financiële markten in de EU bestempeld als prioriteit van de economische hervorming in de EU.

Deze prioriteit komt tot uiting in een coherente beleidsstrategie op EU-niveau en in de hoogdringendheid die aan de tenuitvoerlegging is toegekend. In de eerste plaats zal de EU het actieplan voor financiële diensten (APFD) - een pakket van 42 beleidsmaatregelen ter verbetering van de werking van het financieel stelsel van de EU - tegen 2005 ten uitvoer leggen. Een nog knappere termijn, namelijk 2003, is vastgesteld voor de acties in verband met de effectenmarkten en het actieplan voor risicokapitaal (APRK). Dit laatste is de blauwdruk voor de ontwikkeling van een geïntegreerde, efficiënte markt voor de financiering van jonge en innoverende bedrijven. In de tweede plaats moet het APFD in alle lidstaten op dezelfde wijze ten uitvoer worden gelegd, zodat er een werkelijke - en niet slechts formele - integratie van de nationale financiële markten komt. Het nieuwe besluitvormingskader voor de effectenwetgeving dat is vastgesteld op basis van de voorstellen van het

Lamfalussy-comité²⁵ zal hiertoe bijdragen en ervoor zorgen dat de wetgeving sneller wordt aangepast aan de ontwikkelingen op de financiële markten. In de derde plaats is een pro-actief concurrentiebeleid nodig naarmate de financiële integratie vordert, opdat de economische baten ten volle worden benut. In de vierde plaats moeten de consumenten en de beleggers naar behoren worden beschermd, zodat zij in vertrouwen kunnen handelen en de baten van de enige markt die zich over de gehele Unie uitstrekt kunnen genieten.

²⁵ Comité van Wijzen, verslag van februari 2001 over de regulering van de Europese effectenmarkten. Om de totstandkoming van een Europees regelgevend kader voor de effectenmarkten te bespoedigen en te vergemakkelijken, stelt het comité een viervoudige aanpak van de wetgeving voor:

- goedkeuring van de beginselen voor het kader, zoals voorgesteld door de Commissie aan de Raad en het Europees Parlement;
- goedkeuring van de uitvoeringswetgeving, als opgesteld door de Commissie met de hulp van een nieuw Europees effectencomité en een comité van Europese toezichthouders; het effectencomité zal worden opgericht om de technische problemen van de regelgeving op te lossen en te zorgen voor een snelle goedkeuring;
- consistente omzetting van de wetgeving van de vorige twee punten in nationale wetgeving op basis van nauwere samenwerking tussen de nationale toezichthouders;
- striktere handhaving van de wetgeving door de Commissie met de overheden van de lidstaten, de nationale toezichthouders en de particuliere sector.

Het Europees Parlement heeft op 5 februari 2002 ingestemd met deze aanpak.

5. DE EURO ALS INTERNATIONALE VALUTA

5.1. Inleiding

Een internationale valuta heeft de traditionele functies van geld op internationaal niveau. Zij dient als *rekeneenheid*, *ruilmiddel* en *reserve-instrument*. Zoals uit de onderstaande tabel blijkt, maken de particuliere en de openbare sector op verschillende wijze gebruik van deze functies, maar de particuliere sector speelt een dominerende rol in de internationalisering van een munt omdat hij veel groter van omvang is.

Gebruik van een internationale valuta door de particuliere en de openbare sector

	Particuliere sector	Openbare sector
Rekeneenheid	facturering notering	anker- of referentiemunt voor wisselkoersstelsels
Ruilmiddel	betaling ruilmiddel	interventiemunt
reserve-instrument	financiering investering	reservevaluta

De US-dollar staat nog steeds op de eerste plaats als internationale valuta, thans gevolgd door de euro. Een aantal factoren is bevorderlijk voor het gebruik van de euro als internationale valuta. De eerste is de omvang van de economie van de eurozone. Deze is goed voor ongeveer 16% van het wereld-BBP, hetgeen iets minder is dan de VS (21%), maar veel meer dan Japan (8%). De cijfers van het aandeel van de drie zones in de totale wereldhandel in goederen en diensten zijn ongeveer dezelfde. De tweede factor die de euro aantrekkelijk maakt als internationale valuta, is zijn stabiliteit, welke toe te schrijven is aan de gezonde economische basisvoorwaarden in de eurozone en wordt bevorderd door het op stabiliteit gerichte beleidskader van de EMU. De derde factor is de integratie van de nationale financiële markten in Europa tot brede, diepe en liquide pan-Europese financiële markten, hetgeen de rol van de euro in de internationale leningsactiviteiten zal bevorderen.

In de geschiedenis van het internationaal monetair bestel hebben zich perioden voorgedaan waarin twee valuta's met elkaar concurreerden (zoals het Pond Sterling en de US dollar in de periode tussen de twee wereldoorlogen). Daar netwerk- en schaaffecten de internationalisering van een valuta aandrijven, zal de US-dollar waarschijnlijk de dominerende munt blijven. Hoe dan ook, het proces van internationalisering van de euro wordt gedragen door de particuliere sector.

5.2. Internationaal gebruik van de euro door de particuliere sector

Het internationale gebruik van een munt door de particuliere sector als rekeneenheid komt tot uiting in de *facturering* van commerciële en financiële transacties en de *notering* van de grondstoffenprijzen. Hoewel er weinig bewijzen zijn wat de facturering betreft, blijft de dollar ongetwijfeld de dominerende valuta voor dit doel. In 2000, vóór de invoering van de eurobiljetten en -muntstukken, bedroeg het aandeel van de euro in de facturering van internationale transacties naar raming 15 tot 17%. Nu de eurobiljetten en -muntstukken zijn ingevoerd, zal de rol van de euro als factureringsvaluta waarschijnlijk groter worden, vooral op regionaal niveau. Een en ander zal worden versterkt door de historische tendens tot facturering van internationale transacties in de valuta van de exporteur en door

het grote aandeel van de eurozone in de wereldhandel. De dollar blijft ook de leidende valuta voor de notering van de grondstoffenprijzen. Hoewel sommige termijngoederen in Europa in euro genoteerd staan, blijft het aantal nog beperkt.

Het internationale particuliere gebruik van een valuta als betaalmiddel heeft twee aspecten: *betaalmiddel* en *ruilmiddel* op de deviezenmarkten. Uit het kwartaalbericht van de Commissie over de banken in de eurozone blijkt dat het aandeel van de euro in de internationale betalingen van ingezetenen van de eurozone snel is toegenomen: van 24% reëel (36% nominaal) in het derde kwartaal van 2000 tot bijna 40% (48% nominaal) in het derde kwartaal van 2001. Nu de euro chartaal is geworden en alle resterende rekeningen van de eurozone in euro zijn omgezet, zal het aandeel van de euro in de internationale betalingen ongetwijfeld nog toenemen.

Het gebruik van een valuta als ruilmiddel (als middel voor de uitwisseling van twee andere valuta's) op de deviezenmarkten is van grote invloed op haar aantrekkelijkheid wat betreft de andere functies van internationale valuta (bijvoorbeeld als reservemunt). Dit is echter ook een terrein met een grote inertie, omdat schaalvoordelen te behalen zijn door slechts één ruilmiddel te gebruiken. Op wereldvlak blijft de US-dollar het voornaamste ruilmiddel, omdat hij het voordeel geniet van rechtstreekse interbancaire markten met alle andere valuta's. Volgens de beschikbare informatie speelt de euro geen belangrijke rol als mondiaal ruilmiddel, hoewel hij regionaal deze rol heeft overgenomen van de Duitse mark. De invoering van de euro heeft echter invloed gehad op de valutasamenstelling van de activiteit op de deviezenmarkt doordat de verhandelingen binnen de eurozone zijn weggevallen (zie kaderartikel). Uit het driejaarlijks onderzoek van de BIB naar de activiteit op de deviezenmarkt dat in oktober 2001 werd gepubliceerd, blijkt dat de euro in april 2001 werd gebruikt bij 38% van alle deviezentransacties, hetgeen meer is dan het aandeel van de mark in 1998 (30%) maar veel minder dan het totale aandeel van de vroegere valuta's van de eurozone (53%).

De functie van internationale reservemunt blijkt uit het particuliere gebruik van een valuta als *financierings-* of *investeringsvaluta*. Uit een onderzoek van het internationale gebruik van de euro dat door de ECB in september 2001 werd gepubliceerd, blijkt dat de euro thans internationaal gezien de tweede belangrijkste financieringsvaluta is, met een aandeel van 22 tot 34% naar gelang van het financieringsinstrument en de wijze van meting. Op basis van de zogenaamde beperkte meting, waarbij alleen naar de emissies van niet-ingezetenen wordt gekeken, bedroeg het gemiddelde aandeel van de vroegere valuta's van de eurozone in de emissies van obligaties en ander schuld papier in de periode 1994-1998 19%. In 1999 was het aandeel van de euro gestegen tot gemiddeld 34%, wellicht als gevolg van de wens van grote emittenten zich in de nieuwe valuta te vestigen. De historisch lage eurorente heeft wellicht ook buitenlandse bedrijven aangemoedigd in euro te lenen. De euro-emissies van niet-ingezetenen zijn op een vast peil gebleven, maar het aandeel van de euro is vrij onstabiel sedert het toppunt van 1999, hoewel het hoog blijft. Bij ruime meting wordt rekening gehouden met de emissies van ingezetenen van de eurozone die gericht zijn op de internationale financiële markt. Het aandeel van de euro in de internationale emissies van schuld papier (in 2000 gemiddeld 38%) is groter bij de ruime meting wegens het veel kleinere aandeel van de yen-emissies met internationale kenmerken. Ook op de internationale geldmarkt zijn de emissies in euro sterk toegenomen, hetgeen kan worden toegeschreven aan een verwachte en werkelijke toename van de liquiditeit als gevolg van de vorming van een geïntegreerde euro-geldmarkt.

De euro is ook de tweede investeringsvaluta in de wereld, hoewel informatie over de activazijde minder gemakkelijk te verkrijgen is dan informatie over de passivazijde. Uit het onderzoek van de ECB blijkt dat het aandeel van de euro in de internationale investeringen varieert van 22 tot 32% naar gelang van de beschouwde activa. Het aandeel is het grootst bij de beleggingen in obligaties en het kleinst bij de internationale bankactiva.

Kader : Invloed van de euro op de deviezenmarkten

Volgens cijfers van de BIB is de gemiddelde dagomzet op de traditionele deviezenmarkten (contante transacties, termijnaffaires en deviezenswaps) tussen 1998 en 2001 met 19% gedaald. Een van de voornaamste oorzaken was de invoering van de euro, omdat de transacties tussen de vroegere valuta's van de eurozone zijn weggefallen (andere factoren zijn de consolidatie in het bankwezen en bij het bedrijfsleven en het stijgend aandeel van de elektronische makelarij). De handel tussen de oude valuta's begon reeds af te nemen vóór het begin van fase 3 van de EMU. Tussen 1995 en 1998 is de handel tussen de EMS-valuta's gedaald met ongeveer 5% van de totale omzet. Met de invoering van de euro op 1 januari 1999 verdween nog eens 6%.

De omzetsdaling werd niet gecompenseerd door enige toename van de handel in de euro in vergelijking met de oude valuta's (zie hoofdtekst). Toch rapporteert de BIB dat het dollar/euro-koppel veruit het meest verhandelde was in 2001 met ongeveer 30% van de totale omzet. De invoering van de euro leidde aanvankelijk tot een sterke terugval, zowel op de contantmarkt als op de termijnmarkt. Op deze laatste bedroeg de aanvankelijke achteruitgang 40% in vergelijking met het handelsvolume van de oude valuta's van de eurozone. Sedertdien zijn de volumes echter weer enigszins hersteld. Daardoor bedraagt de totale achteruitgang in vergelijking met de periode vóór de invoering van de euro thans ongeveer 25%.

5.3. Internationaal gebruik van de euro door de openbare sector

Wellicht het meest zichtbare internationale gebruik dat de overheid van een valuta maakt is in de functie van rekeneenheid. De euro wordt op grote schaal gebruikt als *anker- of referentiemunt* in de wisselkoersstelsels van derde landen. Meer dan 50 landen hebben een geleide wisselkoersregeling met een koppeling aan de euro, hetzij afzonderlijk, hetzij samen met andere valuta's. De regelingen die derde landen hanteren variëren van "currency boards" tot een zwevend wisselkoersbeleid. Deze landen liggen vooral in Europa en Afrika. De voornaamste redenen voor de keuze van de euro als anker- of referentievaluta zijn de uitgebreide handels-, steun- en financiële banden van deze landen met de economie van de eurozone, en voor sommige landen het proces van toetreding tot de EU (zie later).

Een internationale valuta kan fungeren als betaalmiddel voor de openbare sector. Zo wordt zij gebruikt voor *officiële interventies* op de deviezenmarkten. De dollar is de dominerende - maar niet de enige - internationale interventievaluta. De geschiktheid van de dollar als interventievaluta heeft te maken met zijn liquiditeit op de deviezenmarkten. De euro wordt echter door verschillende derde landen als interventievaluta op regionaal niveau gebruikt. Dit gebruik van de euro is nauw verbonden met zijn rol als ankervaluta. Interventies in euro komen uiteraard het meest voor in het nieuwe wisselkoersmechanisme (WKM II), terwijl de lidstaten met een derogatie - momenteel alleen Denemarken, maar tot eind 2000 ook Griekenland - hun munt aan de euro koppelen.

Tenslotte gebruikt de overheid een internationale valuta ook als reservemiddel, namelijk in de vorm van *deviezenreserves*. Uit de cijfers van het laatste jaarverslag van het IMF blijkt dat de US-dollar de voornaamste reservevaluta blijft. Eind 2000 vertegenwoordigde de dollar 68% van de deviezenreserves. De dollar wordt gevolgd door de euro, die goed is voor 13% van de deviezenreserves. Het aandeel van de euro is vrijwel ongewijzigd gebleven sinds 1999. Als alleen rekening wordt gehouden met de oude valuta's van de eurozone, blijkt dat het aandeel in de totale internationale reserves in 1998 vrijwel hetzelfde was als het aandeel van de euro in 1999 en 2000.

5.4. De kandidaat-lidstaten en de euro

Het EG-Verdrag voorziet in een duidelijk en uniform institutioneel proces voor de invoering van de euro door de kandidaat-lidstaten. Bij hun toetreding zullen de nieuwe lidstaten deelnemen aan de EMU met de status van lidstaat met een derogatie voor de invoering van de euro. Deze status wordt hen toegekend in de toetredingsverdragen. De nieuwe lidstaten zullen hun wisselkoersbeleid moeten behandelen als een zaak van gemeenschappelijk belang en moeten op een bepaald ogenblik ook toetreden tot het WKM II. Het Verdrag bepaalt dat de nieuwe lidstaten een hoge mate van duurzame convergentie bereikt moeten hebben vooraleer zij de euro kunnen invoeren. Het beginsel van gelijke behandeling zal tenvolle worden toegepast voor de kandidaat-lidstaten. Invoering van de euro vóór of bij de toetreding, soms "*euro-isering*" genoemd, is uitgesloten.

Wat zijn de implicaties voor het economisch beleid van de kandidaat-lidstaten? Het belangrijkste is dat, zelfs in de landen waar de overgang het verst gevorderd is, de hervormingsagenda voor de toetreding voorrang heeft op beleidsmaatregelen die worden genomen in het vooruitzicht van de deelname aan de EMU. Naleving van de criteria van Kopenhagen heeft voorrang op de nominale convergentiecriteria, en dus op deelname aan de EMU, om tenminste twee redenen. In de eerste plaats moet de voortgang naar werkelijke en structurele convergentie plaatsvinden vóór de nominale convergentie, hoewel beide elkaar kunnen ondersteunen. In de tweede plaats kunnen alleen functionerende markteconomieën die de druk van de concurrentie aankunnen, worden beoordeeld op nominale convergentie. Met andere woorden, de convergentiecriteria moeten worden toegepast op "vergelijkbare economieën".

Na de toetreding is het WKM II flexibel genoeg om verschillende regimes toe te laten, mits de toezeggingen en doelstellingen van de landen geloofwaardig zijn en in overeenstemming met die van het mechanisme. De enige duidelijke onverenigbaarheden met het WKM II die thans reeds kunnen worden geïdentificeerd, zijn volledig zwevende wisselkoersen, kruipende spilkoersen en spilkoersen met een ander anker dan de euro. In principe is de keuze voor behoud van een aan de euro gekoppelde "currency board" tot de invoering van de euro op individuele basis mogelijk als bijkomende unilaterale toezegging voor een sterkere binding met de euro binnen het WKM II. Als een land met een "currency board" tot het WKM II wil toetreden, zal dit verzoek echter nog moeten worden onderzocht volgens de gemeenschappelijke procedure van de WKM II-resolutie en moet multilateraal overeenstemming worden bereikt over de centrale pariteit/omrekeningskoers. Dit betekent dat sommige landen die een "currency board" ten opzichte van de euro kunnen toepassen, niet noodzakelijk een "dubbele regimeverandering" moeten ondergaan (beweging naar enige flexibiliteit vóór terugkeer naar een hardere spilkoers, gevolgd door de onherroepelijke vaststelling van de wisselkoers).

Algemeen gesproken zullen de kandidaat-lidstaten hun streven naar wisselkoersstabiliteit en inflatievermindering in de aanloop naar de toetreding moeten afstemmen op hun deelname aan het WKM II.

5.5. De bijdrage van de eurozone aan de internationale beleidscoördinatie

De eenmaking van het monetaire en het wisselkoersbeleid, vergezeld van een betere coördinatie van het budgettaire en het structurele beleid, heeft belangrijke implicaties voor de economische betrekkingen tussen de eurozone en de rest van de wereld. Monetaire politiek en wisselkoersbeleid zijn uitsluitende bevoegdheden van de Gemeenschap geworden; de financiële markten in Europa worden steeds meer geïntegreerd; en de algemene beleidskoers van de eurozone is hetgeen van belang is voor de rest van de wereld wanneer internationale economische en budgettaire vraagstukken aan de orde zijn.

Internationale instellingen die met multilateraal toezicht belast zijn, zoals het IMF en de OESO, hebben de implicaties van deze veranderingen bevestigd door regelmatig het algemene macro-economische beleid van de eurozone te beoordelen. De verandering komt ook tot uiting in de verklaringen van de ministers van Financiën en de presidenten van de nationale banken van de G7, waarin niet langer wordt gekeken naar de macro-economische ontwikkelingen en vooruitzichten in bepaalde lidstaten van de eurozone, maar naar die van de eurozone als geheel.

Interne coördinatie van externe standpunten

Het EG-Verdrag beschrijft de procedures, zij het in zeer beknopte vorm, die moeten worden gevolgd om de internationale (institutionele) aspecten van de EMU te behandelen. De meeste zijn terug te vinden in artikel 111 (voorheen artikel 109). Hoewel artikel 111 een procedureel artikel is en duidelijk een compromis van verschillende standpunten, blijkt eruit dat het wisselkoersbeleid (dit wil zeggen formele overeenkomsten over een wisselkoersstelsel en algemene richtlijnen voor het wisselkoersbeleid) een zaak is voor de Raad (waarbij alleen de "ins" stemrecht hebben). Het artikel beschrijft ook de procedure die de Gemeenschap moet volgen om in internationale fora haar standpunt te bepalen ten aanzien van "onderwerpen die van bijzonder belang zijn voor de Economische en Monetaire Unie". Hetzelfde artikel bepaalt dat met eenparigheid van stemmen, op voorstel van de Commissie, moet worden beslist over de wijze waarop zij overeenkomstig de in de artikelen 99 en 105 vastgelegde bevoegdheidsverdeling internationaal zal worden vertegenwoordigd. Verwacht werd dus dat Europa vanaf fase 3 van de EMU in het internationaal financieel en monetair bestel een rol zou spelen die in overeenstemming is met zijn economisch belang.

Sedert 1999 zijn praktische regelingen getroffen voor de interne coördinatie van de externe standpunten. Zo heeft de Eurogroup/Ecofin intensief gewerkt aan de opstelling van gemeenschappelijke standpunten en overeenkomsten. Deze standpunten hebben betrekking op allerlei vraagstukken, zoals de internationale financiële structuren, de ontwikkelingsfinanciering en de economische situatie in de wereld of enkele belangrijke landen. Zij leveren de uitgangspunten voor het optreden van de Europese bewindvoerders in de IMF-raad en dienen als richtsnoer voor het voorzitterschap, en andere Europese vertegenwoordigers, tijdens internationale vergaderingen, zoals die van het Internationaal Monetair en Financieel Comité, de G7 en de OESO/EDRC.

Er zijn al belangrijke vorderingen gemaakt, maar veel zaken moeten nog worden geregeld, zoals de praktische tenuitvoerlegging van de overeenkomst tussen de Europeanen. Dit betekent bijvoorbeeld dat de gemeenschappelijke standpunten over de vereiste betrokkenheid van de particuliere sector worden toegepast op specifieke crisisgevallen. Ook moeten de gemeenschappelijke standpunten evolueren en worden aangepast in het licht van de opgedane ervaring en/of in dialoog met onze internationale partners. Bovendien kan het aantal vraagstukken waarover een gemeenschappelijk standpunt zou kunnen worden ingenomen, worden uitgebreid zodat Europa een meer pro-actieve en samenhangende rol in het internationaal monetair en financieel bestel kan ontwikkelen. Tenslotte is een doeltreffende communicatie van de Europese gemeenschappelijke standpunten aan de betrokken gesprekspartners nodig.

Externe vertegenwoordiging van de eurozone

Deze uitdagingen zijn sterk verbonden met het vraagstuk van de externe vertegenwoordiging. Verschillende Europese Raden hebben de internationale economische samenwerking en de externe vertegenwoordiging besproken (vooral die van Luxemburg en Wenen), maar tot dusver is nog geen besluit genomen dat een wettelijke onderbouw geeft aan het daaruit resulterende kader. In de conclusies van de Europese Raad is bovendien alleen sprake van de vertegenwoordiging van de Gemeenschap in bepaalde internationale fora. Zo was een van de conclusies van de Europese Raad van Wenen: *"De ECB dient, als voor het monetair beleid bevoegde communautaire instantie, in het College van bewindvoerders van het IMF een waarnemersstatus te krijgen. De opvattingen van de Europese Gemeenschap/EMU over andere kwesties die voor de EMU van bijzonder belang zijn, zouden in het College van bewindvoerders van het IMF naar voren gebracht moeten worden door het lid van het Bureau van de bewindvoerder van de lidstaat die het voorzitterschap van de Euro-11 bekleedt, bijgestaan door een vertegenwoordiger van de Commissie"*.

Met betrekking tot de G7 verklaarde het voorzitterschap van de Europese Raad van Wenen: *"De Europese Raad bekrachtigt het verslag van de Raad betreffende de externe vertegenwoordiging van de Gemeenschap, waarin wordt bepaald dat de voorzitter van de Raad Ecofin, of, als de voorzitter uit een lidstaat van buiten de eurozone komt, de voorzitter van de Euro-11-groep, bijgestaan door de Commissie, deelneemt aan de bijeenkomsten van de G7 (ministers van Financien)"*. In bijlage II van de conclusies werd verklaard dat *"de president van de ECB de vergaderingen van de groep (G7) bijwoont voor besprekingen die verband houden met de EMU, bv. multilateraal toezicht, wisselkoersaangelegenheden, en voor de goedkeuring van de relevante onderdelen van de afgegeven verklaring"*.

De conclusies van de Europese Raad zijn slechts voor een deel ten uitvoer gelegd. Tot dusver wonen de voorzitter van de Eurogroep en de president van de ECB alleen de vergaderingen van de ministers van Financiën en presidenten van de centrale banken van de G7 over multilateraal toezicht en wisselkoersvraagstukken bij. De deelname van de Commissie is evenmin volledig in overeenstemming met deze overeenkomsten.

De institutionele veranderingen bij het IMF zijn eveneens beperkt gebleven. De ECB heeft de waarnemersstatus bij de IMF-raad gekregen en mag vergaderingen over vraagstukken van bijzonder belang voor de eurozone bijwonen.

De voortgang naar een adequate Europese vertegenwoordiging en Europese eenstemmigheid wordt door verschillende factoren belemmerd. Een ervan is de samenvoeging van Europese landen met niet-Europese landen in de IMF-gremia en zelfs de opname van sommige EU-landen in lichamen die door niet-EU-landen worden geleid. Ook is het lidmaatschap van het IMF gebaseerd op het begrip "land".

Conclusie is dat het EMU-project nog in ontwikkeling is wat betreft het externe aspect. De EMU heeft echter een gemeenschappelijke Europese stellingname over belangrijke internationale vraagstukken bevorderd. Daardoor kan de Gemeenschap een internationale rol beginnen spelen die in overeenstemming is met haar financieel en economisch gewicht. Dit moet worden aangevuld met een betere vertegenwoordiging. De ad-hocregelingen die aan het begin van fase 3 van de EMU werden getroffen zijn nuttig gebleken, maar voldoen niet geheel aan de verwachtingen met betrekking tot een eengemaakte en krachtige Europese aanwezigheid in internationale aangelegenheden. Omdat deze regelingen een informeel karakter hebben, niet zijn geformaliseerd, gebrek aan continuïteit vertonen en door de beperkingen van informele coördinatie worden beïnvloed, kan het standpunt van de Gemeenschap niet zijn volledige impact op de internationale discussies hebben.

Door een goede vertegenwoordiging van de eurozone in internationale organisaties kan de multilaterale samenwerking aanzienlijk worden verbeterd tegen de achtergrond van een financiële wereld die zich schijnt te ontwikkelen tot een driepolig valutasysteem. De uitdaging van de gepaste vertegenwoordiging en de deelname van de eurozone aan het internationale besluitvormingsproces is dus ook van groot belang voor niet-Europeanen, hetgeen blijkt uit de druk die andere industrielanden en opkomende markteconomieën uitoefenen om de EU-vertegenwoordiging te stroomlijnen. Dit vormt een cruciale uitdaging voor de EU-beleidsmakers, die ervoor moeten zorgen dat de EU internationaal een belangrijke speler wordt en haar belangen kan behartigen.