

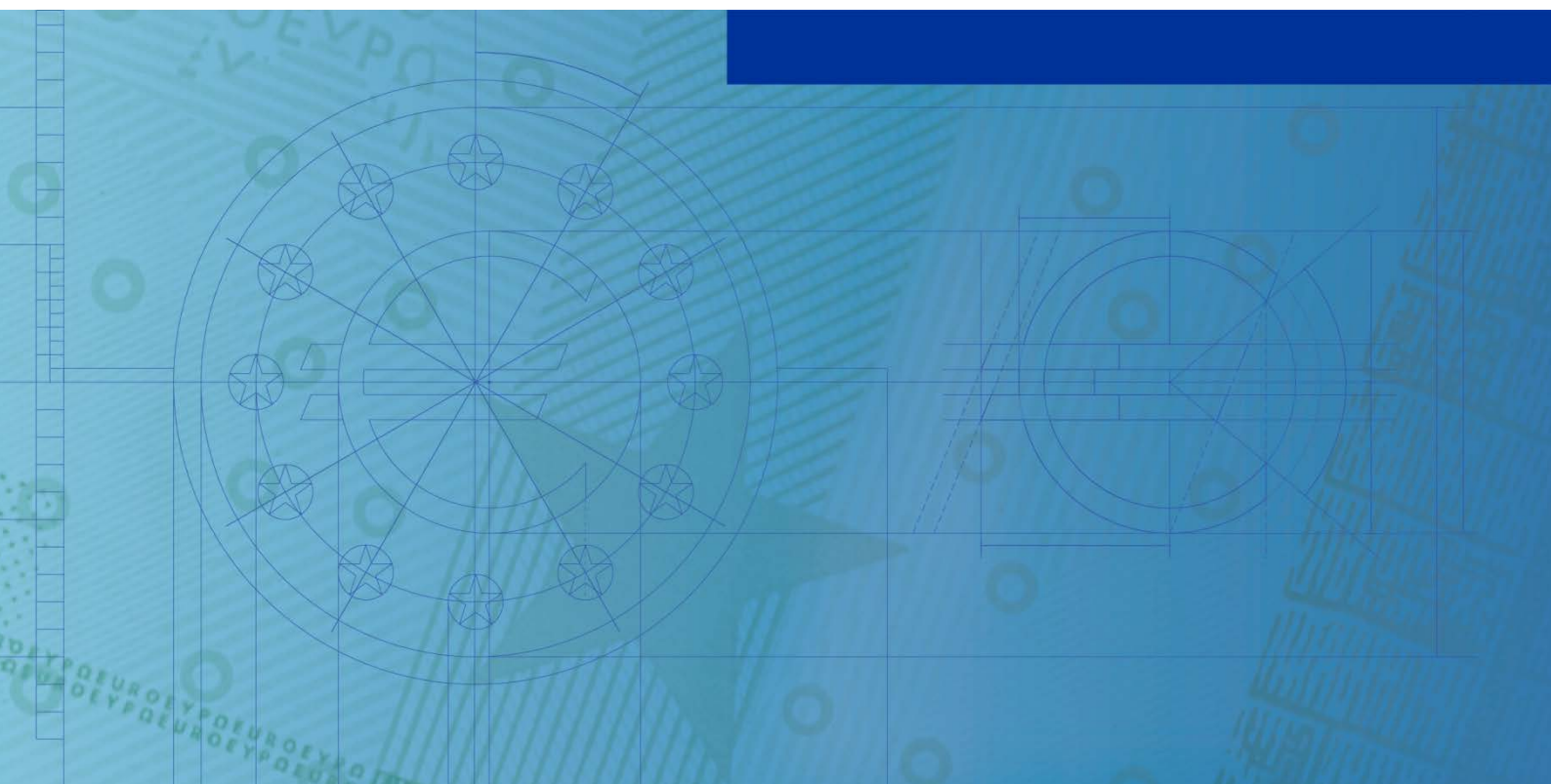


EUROPESE CENTRALE BANK

EUROSYSTEEM

# Jaarverslag

2016



# Inhoudsopgave

<b>Voorwoord</b>	<b>4</b>
<b>De economie van het eurogebied, het monetair beleid van de ECB en de Europese financiële sector in 2016</b>	<b>6</b>
<b>1 De economie van het eurogebied</b>	<b>6</b>
1.1 Mondiaal macro-economisch klimaat	6
1.2 Financiële ontwikkelingen	11
Kader 1 Het effect van de lage rentestand op de banksector en de financiële stabiliteit	16
1.3 Breed gedragen herstel	18
Kader 2 Factoren die voortgaand herstel bestendigen	21
1.4 Prijs- en kostenontwikkelingen	25
Kader 3 Ontwikkelingen in de onderliggende inflatie: de rol van de loondynamiek	29
1.5 Geld- en kredietontwikkelingen	32
1.6 Begrotingsbeleid en structurele hervormingen	35
Kader 4 Hervormingsprioriteiten voor het bedrijfsklimaat en de productmarkten in het eurogebied	42
<b>2 Monetair beleid ondersteunt herstel in het eurogebied en zorgt voor een stijging van de inflatie</b>	<b>44</b>
2.1 Meer monetairbeleidsmaatregelen nodig in 2016	44
Kader 5 De verdelingseffecten van het monetair beleid	49
2.2 Monetairbeleidstransmissie naar de financiële en economische voorwaarden	54
Kader 6 Omvang en samenstelling van de balans van het Eurosysteem	58
<b>3 De Europese financiële sector: verbetering van de weerbaarheid in een omgeving van geringe winsten</b>	<b>61</b>
3.1 Risico's en kwetsbaarheden in het financieel stelsel van het eurogebied	61
Kader 7 Diversiteit van de bancaire bedrijfsmodellen en aanpassing aan de lagerenteomgeving	64

3.2	De macroprudentiële functie van de ECB	68
3.3	De microprudentiële functie van de ECB	71
3.4	Bijdragen van de ECB aan regelgevende initiatieven	72
	Kader 8 Niet-renderende leningen in het eurogebied	75
	<b>Overige taken en activiteiten</b>	<b>78</b>
<b>1</b>	<b>Marktinfrastructuur en betalingsverkeer</b>	<b>78</b>
1.1	Consolidatie van TARGET2 en T2S	78
1.2	Verrekening ten behoeve van directe betalingen	79
1.3	De toekomstige marktinfrastructuur van het Eurosysteem en 'distributed ledger technology'	80
1.4	Een veilige financiëlemarktinfrastructuur	80
<b>2</b>	<b>Aan andere instellingen verstrekte financiële diensten</b>	<b>81</b>
2.1	Beheer van krediettransacties	81
2.2	Reservebeheerdiensten van het Eurosysteem	82
<b>3</b>	<b>Bankbiljetten en munten</b>	<b>82</b>
3.1	De omloop van bankbiljetten en munten	82
3.2	Een nieuw bankbiljet van €50	84
3.3	Vervalste eurobankbiljetten	85
<b>4</b>	<b>Statistieken</b>	<b>85</b>
4.1	Nieuwe en verbeterde statistieken voor het eurogebied	86
4.2	Overige statistische ontwikkelingen	86
<b>5</b>	<b>Economisch onderzoek</b>	<b>88</b>
5.1	Onderzoeksprioriteiten en onderzoeksgroepen bij de ECB	88
5.2	Onderzoeksnetwerken van het Eurosysteem/ESCB	89
5.3	Conferenties en publicaties	90
<b>6</b>	<b>Juridische werkzaamheden en taken</b>	<b>91</b>
6.1	De ECB als partij in gerechtelijke procedures op EU-niveau	91
6.2	Adviezen van de ECB en gevallen van niet-naleving	93

6.3	Juridische ontwikkelingen met betrekking tot het SSM	96
6.4	Naleving van het verbod op monetaire financiering en bevoorrechte toegang	96
<b>7</b>	<b>Internationale en Europese betrekkingen</b>	<b>98</b>
7.1	Europese betrekkingen	98
7.2	Internationale betrekkingen	101
	Kader 9 Brexit – implicaties en vooruitzichten	104
<b>8</b>	<b>Externe communicatie</b>	<b>105</b>
	<b>Bijlagen</b>	<b>108</b>
1	Institutioneel kader	108
2	Comités van het Eurosysteem/ESCB	117
3	Organisatorische en humanresourcesontwikkelingen	119
	<b>Jaarstukken</b>	<b>A1</b>
	<b>De geconsolideerde balans van het Eurosysteem per 31 december 2016</b>	<b>C1</b>
	<b>Statistisch deel (alleen beschikbaar in het Engels)</b>	<b>S1</b>

## Voorwoord



2016 is in vele opzichten een moeilijk jaar geweest, maar werd ook gekenmerkt door tekenen van vooruitgang. Hoewel het jaar begon in een klimaat van economische onzekerheid, had de economie aan het einde ervan de meest vaste grond onder de voeten sinds de crisis.

Maar naarmate de economische onzekerheid afnam, nam de politieke onzekerheid juist toe. We werden geconfronteerd met een reeks geopolitieke gebeurtenissen die ons beleidslandschap voor vele jaren zullen bepalen. Het Jaarverslag van dit jaar beschrijft hoe de ECB op deze woelige wateren koers heeft gehouden.

2016 begon met de vrees voor een nieuwe mondiale vertraging, een vrees die tot uiting kwam in aanzienlijke volatiliteit op de financiële markten. Het gevaar bestond dat de terugkeer van de inflatie naar onze doelstelling verder zou worden vertraagd, en omdat de inflatie al zeer laag was, was het risico van deflatie aanzienlijk. Net als in 2015 bleef de Raad van Bestuur vastbesloten gebruik te maken van alle binnen zijn mandaat ter beschikking staande instrumenten om zijn doelstelling te verwezenlijken.

En dus voerden wij in maart een reeks nieuwe maatregelen in om onze monetaire stimulering uit te breiden: wij verlaagden onze belangrijkste beleidsrentes verder, verhoogden het programma voor de aankoop van activa van € 60 miljard naar € 80 miljard per maand, kochten voor de eerste keer bedrijfsobligaties aan en wij gingen van start met nieuwe gerichte langerlopende herfinancieringstransacties.

Zoals wij in dit Jaarverslag beschrijven, zijn deze maatregelen zeer effectief gebleken voor het verruimen van de financieringscondities, het in stand houden van het herstel en, uiteindelijk, voor het ondersteunen van een geleidelijke aanpassing van de inflatie in de richting van een niveau dat dichterbij ligt van onze doelstelling.

Daar ons beleid effect sorteerde, werd het programma voor de aankoop van activa in december met negen maanden verlengd om te zorgen voor langduriger ondersteuning van de financieringscondities en voor een duurzame terugkeer van de inflatie in de richting van, maar onder 2%. Het volume van de aankopen werd echter teruggebracht naar zijn oorspronkelijke niveau van € 60 miljard per maand. Dit weerspiegelde het succes van onze maatregelen eerder in het jaar: een groeiend vertrouwen in de economie van het eurogebied en een afnemend deflatierisico.

Maar naast deze positieve effecten heeft het monetair beleid ook bijeffecten, zoals altijd. In 2016 kregen deze bijeffecten vaak de meeste aandacht. In het Jaarverslag van dit jaar gaan wij dan ook in op enkele van de vragen en zorgen over de onbedoelde gevolgen van onze maatregelen.

Een van deze gevolgen heeft te maken met de verdelingseffecten van onze maatregelen, met name in termen van ongelijkheid. Wij laten zien dat het monetair

beleid op middellange termijn positieve herverdelingseffecten heeft doordat het de werkloosheid terugdringt, wat het meest ten goede komt aan armere huishoudens. Immers, mensen een baan bezorgen is een van de meest effectieve manieren om de ongelijkheid te verminderen.

Een andere reden tot zorg is de winstgevendheid van banken, verzekeraars en pensioenfondsen. Wij bespreken hoe financiële instellingen geraakt zijn door en gereageerd hebben op het klimaat van lage rentetarieven. Wij laten zien dat het aanpassingsvermogen van banken afhangt van hun specifieke bedrijfsmodellen.

Het Jaarverslag gaat daarnaast in op een aantal andere uitdagingen voor de financiële sector in 2016. Wij kijken daarbij met name naar het probleem van niet-renderende leningen, wat er gedaan moet worden om daar een oplossing voor te vinden en naar de belemmeringen die daarbij nog bestaan. Wij hebben tevens een speciale publicatie over nieuwe technologie en innovatie in de sector, hoe deze de structuur en werking van de sector zouden kunnen beïnvloeden en wat dat betekent voor toezichthouders en regelgevers.

Maar een terugblik op 2016 zou niet compleet zijn zonder in te gaan op de politieke aardverschuivingen van het jaar, niet in het minst het besluit van het Verenigd Koninkrijk om de Europese Unie te verlaten. In het Jaarverslag wordt dan ook een beoordeling gegeven van de brexit vanuit ECB-perspectief. Wij benadrukken daarbij bovenal hoe belangrijk het is de integriteit van de gemeenschappelijke markt te behouden en de homogeniteit van de regelgeving en de handhaving daarvan te bevorderen.

De politieke onzekerheid zal naar alle waarschijnlijkheid tot in 2017 voortduren. Maar wij blijven vol vertrouwen dat het economisch herstel, ondersteund door ons monetair beleid, zal aanhouden. De ECB heeft een duidelijk mandaat voor haar acties: het handhaven van prijsstabiliteit. Dit heeft ons op succesvolle wijze door 2016 geloodst – en zal dat ook in het komende jaar blijven doen.

Frankfurt am Main, april 2017

Mario Draghi  
President

# De economie van het eurogebied, het monetair beleid van de ECB en de Europese financiële sector in 2016

## 1 De economie van het eurogebied

### 1.1 Mondiaal macro-economisch klimaat

In 2016 had de economie van het eurogebied met een veeleisende externe omgeving te maken. De economische groei van zowel de ontwikkelde als de opkomende markteconomieën was historisch gezien bescheiden en er deden zich perioden van verhoogde onzekerheid en kortstondige versterkte volatiliteit op financiële markten voor, met name na het referendum in het Verenigd Koninkrijk over het EU-lidmaatschap in juni en de presidentsverkiezingen in de Verenigde Staten in november. De wereldwijde inflatie bleef gematigd door het geleidelijk afnemende effect van eerdere olieprijsdalingen en aanhoudende wereldwijde overvloedige overcapaciteit.

#### Mondiale economische groei blijft bescheiden

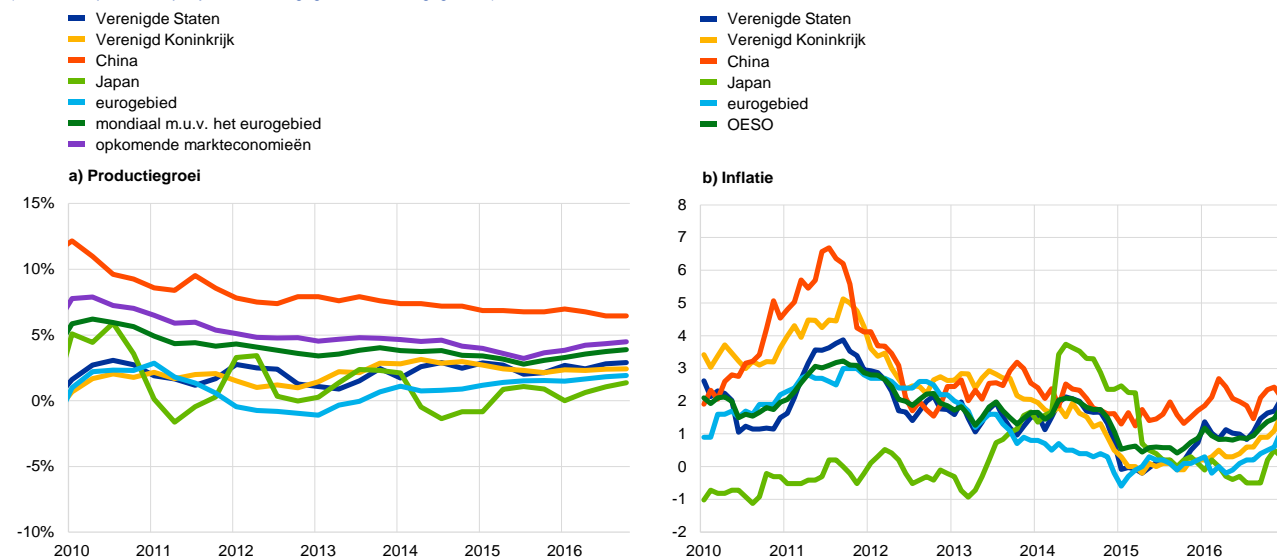
De wereldeconomie zette het geleidelijke herstel in 2016 voort, zij het in een iets lager tempo dan in het voorgaande jaar als gevolg van een vertraging bij ontwikkelde economieën. De economische bedrijvigheid won pas in de tweede helft van het jaar aan kracht, met name in opkomende markteconomieën. Over het geheel genomen bleef de mondiale bbp-groei onder het tempo van voor de crisis (zie Grafiek 1).

2016 werd gekenmerkt door enkele belangrijke politieke gebeurtenissen die een domper op de mondiale economische vooruitzichten zetten. In juni 2016 zorgde de uitslag van het referendum in het Verenigd Koninkrijk voor onzekerheid omtrent de economische vooruitzichten voor het land, maar het directe financiële en economische effect bleek van korte duur en bescheiden. Later dat jaar leidde de uitslag van de Amerikaanse verkiezingen tot een verschuiving in de verwachtingen ten aanzien van het toekomstige beleid, wat opnieuw in verhoogde beleidsonzekerheid resulteerde.

## Grafiek 1

### Voornaamste ontwikkelingen in een aantal landen

(mutaties in procenten per jaar; kwartaalgegevens; maandgegevens)



Bronnen: Eurostat en nationale gegevens.

Toelichting: De bbp-cijfers zijn gecorrigeerd voor seizoenseffecten. HICP voor het eurogebied en het Verenigd Koninkrijk; CPI voor de Verenigde Staten, China en Japan.

De ontwikkelde economieën bleven groeien, zij het in een lager tempo dan in het voorgaande jaar. Daarbij ondervond de economische bedrijvigheid steun van aanhoudend soepele financieringsvoorwaarden en aantrekkelijke arbeidsmarkten. Ook in de opkomende markteconomieën was de groei over het jaar als geheel gematigd, waarbij de vooruitzichten in de tweede helft van het jaar aanzienlijk verbeterden. Een tweetal factoren speelden hierbij vooral een rol: de voortgaande geleidelijke groeivertraging van de Chinese economie en de steeds verdere afname van de diepe recessie in belangrijke grondstoffenexporterende economieën. De groei bleef niettemin beperkt, onder invloed van geopolitieke spanningen, buitensporige hefboomwerking, kwetsbaarheid voor omkering van kapitaalstromen en, in het geval van grondstoffenuitvoerders, trage aanpassingen aan lagere inkomsten.

De groei van de wereldhandel was in 2016 zwak, waarbij het volume van de wereldinvoer slechts met 1,7% op jaarbasis groeide, tegen 2,1% in het voorgaande jaar. Er zijn aanwijzingen dat bepaalde structurele ontwikkelingen die de handel in het verleden nog stimuleerden, zoals dalende transportkosten, liberalisering van de handel, toename van mondiale waardeketens en financiële verdieping, de handel op middellange termijn niet langer in dezelfde mate zullen schragen. Het is dan ook niet erg waarschijnlijk dat de wereldhandel in de voorzienbare toekomst sneller groeit dan de mondiale economische bedrijvigheid.

De mondiale financieringsvoorwaarden bleven het gehele jaar gunstig. De centrale banken in de belangrijke ontwikkelde economieën handhaafden hun accommoderende beleidskoers, waarbij de Bank of England, de Bank of Japan en de ECB hun expansieve monetaire beleid voortzetten. De Federal Reserve heeft haar monetaire normaliseringsplannen hervat door in december 2016 de federal funds rate-doelmarge met 25 basispunten te verhogen. Ondanks perioden van verhoogde onzekerheid als gevolg van politieke gebeurtenissen toonden de financiële markten zich over het geheel genomen veerkrachtig. Tegen het einde van het jaar vertoonden de rendementen op Amerikaanse langlopende obligaties een duidelijke stijging.



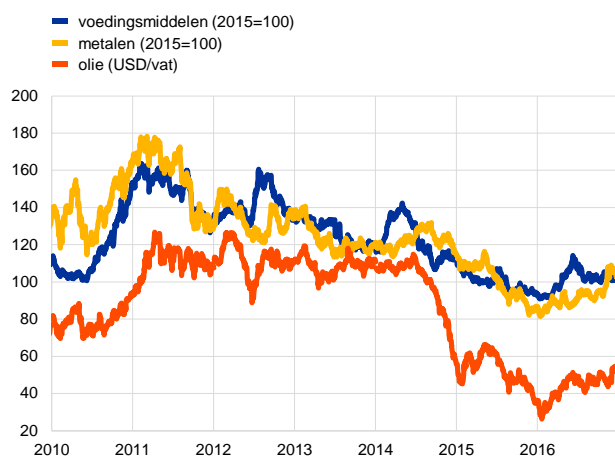
Onduidelijk is nog of in deze stijging hogere groei- en inflatieverwachtingen tot uitdrukking komen of een uitschieter in de termijnpremies op Amerikaanse langlopende obligaties. De meeste opkomende markten profiteerden tot de Amerikaanse verkiezingen in november van de verbeterde externe financieringsvoorwaarden. Daarna kwam de eerdere toename van kapitaalstromen richting opkomende markteconomieën tot stilstand, waarbij de rendementsecants op overheidsobligaties toenamen en de druk op de valuta's in een aantal landen steeg.

## Overvloedige overcapaciteit bleef de wereldinflatie drukken

In 2016 bleef de wereldinflatie invloed ondervinden van lage olieprijsen en aanhoudend overvloedige overcapaciteit (zie Grafiek 2). De totale twaalfmaandsinflatie in de OESO-landen trok geleidelijk aan tegen het eind van het jaar en beliep 1,1% in 2016 als geheel, tegen 0,6% in 2015. De twaalfmaands-OESO-kerninflatie (met uitzondering van voedingsmiddelen en energie) nam iets toe tot 1,8% (zie Grafiek 1).

**Grafiek 2**  
Grondstoffenprijzen

(daggegevens)



Bronnen: Bloomberg en Hamburgisches WeltWirtschaftsinstitut.

De olieprijsen herstelden zich van het dieptepunt van USD 33 per vat eind januari 2016 tot USD 55 per vat eind december. Doordat Amerikaanse oliemaatschappijen hun investeringen beperkten en het aantal verstoringen in het mondiale olieaanbod in het eerste halfjaar plotseling toenam, stegen de prijzen.<sup>1</sup> Tegen het einde van het jaar werden de olieprijsen in aanzienlijke mate beïnvloed door de aanbodstrategie van de OPEC. Na het besluit van 30 november om in de eerste helft van 2017 onder de OPEC-lidstaten een productieverlaging van 1,2 miljoen vaten per dag af te dwingen, steeg de prijs van ruwe Brent-olie. De opwaartse beweging ondervond verdere steun van een overeenkomst op 10 december tussen de OPEC en enkele niet-OPEC-producenten over een verdere vermindering van 0,6 miljoen vaten per dag.

In 2016 herstelden de grondstoffenprijzen exclusief olie zich; in de sectoren voedingsmiddelen en metalen vertoonden de noteringen echter een tegenovergestelde dynamiek. In het eerste gedeelte van het jaar stegen de prijzen van landbouwgrondstoffen als gevolg van met het weer samenhangende factoren, om gedurende de zomer terug te vallen als gevolg van overvloedige graanoogsten. De prijzen van metalen bleven in het eerste gedeelte van het jaar laag, doordat China milieubeleid aankondigde waarmee het gebruik van metalen wordt beperkt. Vervolgens trad een gedeeltelijk prijsherstel op naarmate de vraagverwachting verbeterde in verband met mogelijke nieuwe investeringen in infrastructuur in China en de Verenigde Staten.

Over het geheel genomen zorgden geleidelijk sluitende output gaps, de bescheiden daling van de overvloedige overcapaciteit in diverse opkomende markteconomieën en

<sup>1</sup> Voor meer bijzonderheden, zie de website van de [US Energy Information Administration](#).

naijleffecten van eerdere prijsdalingen van olie en andere grondstoffen in de tweede helft van 2016 voor een lichte opwaartse druk op de mondiale inflatie.

## De groei heeft zich in alle belangrijke economieën doorgezet

**In de Verenigde Staten** nam de economische bedrijvigheid in 2016 af. Nadat het reële bbp in de eerste jaarhelft slechts bescheiden toenam, vertoonde de groei in de tweede helft van 2016 een herstel. De groei werd hoofdzakelijk aangewakkerd door consumptieve bestedingen, werkgelegenheidsgroei en de verbeterde balanspositie van huishoudens. De belemmeringen veroorzaakt door voorraadaanpassingen en dalende energie-investeringen die in de eerste helft van het jaar de groei nog drukten, verminderden tegen het einde van het jaar, wat mede zorgde voor groeiende bedrijvigheid. Over het geheel genomen daalde de bbp-groei van 2,6% in 2015 tot 1,6% in 2016. De onderliggende ontwikkelingen op de arbeidsmarkt bleven stabiel, waarbij het werkloosheidspercentage verder daalde tot 4,7% en de loongroei aan het eind van het jaar opleefde. De inflatie bleef ruimschoots onder de doelstelling van het Federal Open Market Committee (FOMC). Over het geheel genomen kwam de jaarlijkse CPI-inflatie in 2016 uit op 2,1%, terwijl de CPI-kerninflatie (met uitzondering van voedingsmiddelen en energie) toenam tot 2,2%.

Het monetair beleid bleef in 2016 uiterst accommoderend. In december besloot het FOMC tot de door de financiële markten algemeen verwachte maatregel om de federal funds rate-doelmarge met 25 basispunten te verhogen tot 0,5-0,75%. De begrotingsbeleidskoers was in het verslagjaar 2016 licht expansief, waarbij het begrotingstekort als gevolg van hogere uitgaven in verband met de kosten van de gezondheidszorg en hogere nettorentebetalingen licht toenam tot 3,2% van het bbp.

**Japan** heeft in 2016 een stevige groei doorgemaakt, geholpen door accommoderend monetair en begrotingsbeleid, ruimere financiële voorwaarden en het aantrekken van de arbeidsmarkt. Gemiddeld vertraagde de groei van het reële bbp licht van 1,2% in 2015 tot 1% in 2016. Het werkloosheidscijfer nam af tot 3,1%, maar de loongroei bleef gematigd. De twaalfmaandsconsumptieprijsinflatie (CPI) belandde in 2016 in het rood, op -0,1%, voornamelijk als gevolg van dalende mondiale grondstoffenprijzen en de sterkere yen. De maatstaf van de kerninflatie waar de Bank of Japan de voorkeur aan geeft – de CPI met uitzondering van verse voedingsmiddelen en energie – daalde iets ten opzichte van het voorgaande jaar en kwam in 2016 uit op 0,6%. De Bank of Japan begon in september met kwantitatieve en kwalitatieve monetaire verruiming in combinatie met beheersing van de rentetermijnstructuur. Verder heeft de bank zich gecommitteerd aan een verruiming van de monetaire basis totdat het waargenomen inflatiecijfer boven haar doelstelling van prijsstabiliteit ligt en daar duurzaam blijft.

**In het Verenigd Koninkrijk** bleef de economie krachtig ondanks onzekerheid omtrent de uitslag van het referendum over het EU-lidmaatschap. In 2016 is het reële bbp volgens voorlopige ramingen met 2,0% toegenomen, vooral dankzij krachtige particuliere consumptie.<sup>2</sup> Op de financiële markten was een sterke depreciatie van

<sup>2</sup> Zie ook het Kader getiteld “[Economic developments in the aftermath of the UK referendum on EU membership](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2016.

het Britse pond de opmerkelijkste reactie op de uitkomst van het referendum. De inflatie herstelde zich vanaf een zeer laag niveau. Het monetaire beleid bleef gedurende 2016 accommoderend. In augustus verlaagde het Monetary Policy Committee van de Bank of England de voornaamste beleidsrente met 25 basispunten tot 0,25%, terwijl zij het activa-aankoopprogramma uitbreidde en een Term Funding Scheme startte om de doorwerking van de rente naar de economie te stimuleren. In november kondigde de regering een nieuw begrotingsmandaat en gerichte beleidsmaatregelen aan, met name waar het de woningbouw en investeringen in infrastructuur betreft, om zo de economie tijdens de overgangsfase te ondersteunen.

**In China** stabiliseerde de groei zich in 2016, geschaagd door forse consumptieve bestedingen en uitgaven voor infrastructuur. De jaar-op-jaargroei van het bbp bedroeg 6,7% in 2016, vergeleken met 6,9% in het voorgaande jaar. De investeringen in de verwerkende industrie bleven zwak, maar de vastgoedinvesteringen veerden licht op. De invoervraag herstelde zich van het dieptepunt van 2015, maar bleef lager dan voorheen. De betrekkelijk gematigde buitenlandse vraag drukte de uitvoer, wat via de verwerkende handel een nadelige invloed op de invoer had. De twaalfmaandsconsumptieprijsinflatie steeg tot 2%, terwijl de twaalfmaandsproducentenprijsinflatie, die sinds maart 2012 negatief was geweest, toenam tot -1,4%.

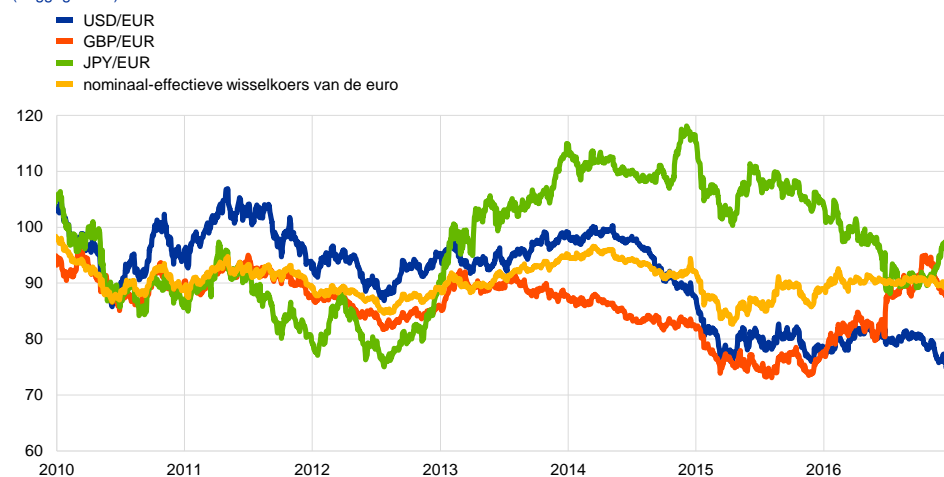
## De effectieve wisselkoers van de euro bleef in grote lijnen stabiel

In 2016 was de wisselkoers van de euro over het geheel genomen stabiel in nominaal-effectieve termen (zie Grafiek 3). Bilateraal beschouwd, bewoog de euro wel ten opzichte van enkele andere belangrijke valuta's. Ten opzichte van de Amerikaanse dollar was de euro gedurende het grootste gedeelte van 2016 bij grotendeels ongewijzigde rendementen aan beide zijden van de Atlantische Oceaan opvallend stabiel, maar tegen het einde van het jaar daalde de wisselkoers. De verzwakking van de euro ten opzichte van de Japanse yen werd gedeeltelijk gecompenseerd door een appreciatie ten opzichte van het Britse pond.

### Grafiek 3

#### Wisselkoers van de euro

(daggegevens)



Bron: ECB.

Toelichting: Nominale effectieve wisselkoers ten opzichte van 38 belangrijke handelspartners.

De Deense kroon is momenteel de enige munt in het Europees Wisselkoersarrangement II (ERM II). De Deense kroon bleef dicht bij de spilkoers binnen het ERM II. Danmarks Nationalbank heeft de beleidsrente in januari 2016 verhoogd en in 2016 per saldo met Deense kronen buitenlandse valuta's aangekocht. Česká národní banka bleef buitenlandse valuta's aankopen, conform haar inzet om in de valutamarkten te interveniëren om zo te voorkomen dat de Tsjechische kroon tot boven een bepaald niveau zou appreciëren. Ook Hrvatska narodna banka bleef in het kader van haar regime van gecontroleerd zwevende wisselkoersen interventies op de valutamarkten uitvoeren. De Bulgaarse lev bleef gekoppeld aan de euro. De euro bleef ook ten opzichte van de Zwitserse frank ruwweg stabiel, evenals ten opzichte van de Hongaarse forint en de Roemeense leu, en apprecieerde tegenover de Zweedse kroon en in mindere mate ten opzichte van de Poolse zloty.

## 1.2 Financiële ontwikkelingen

De financiële markten in het eurogebied bleven in 2016 grotendeels gedreven worden door verdere monetairbeleidsverruiming van de ECB. Deze droegen bij aan een geleidelijke afname van de rendementen op overheidsobligaties in het eurogebied in de eerste drie kwartalen van het jaar, maar onder invloed van mondiale factoren herwonnen deze gedeeltelijk het eerder in 2016 verloren terrein. De geldmarkttarieven en de kosten van externe financiering voor niet-financiële ondernemingen daalden verder tot een historische dieptepunt. Daarbij zagen niet-financiële ondernemingen en huishoudens hun financieringsvoorwaarden verder verbeteren.

### Geldmarktrente in het eurogebied daalt

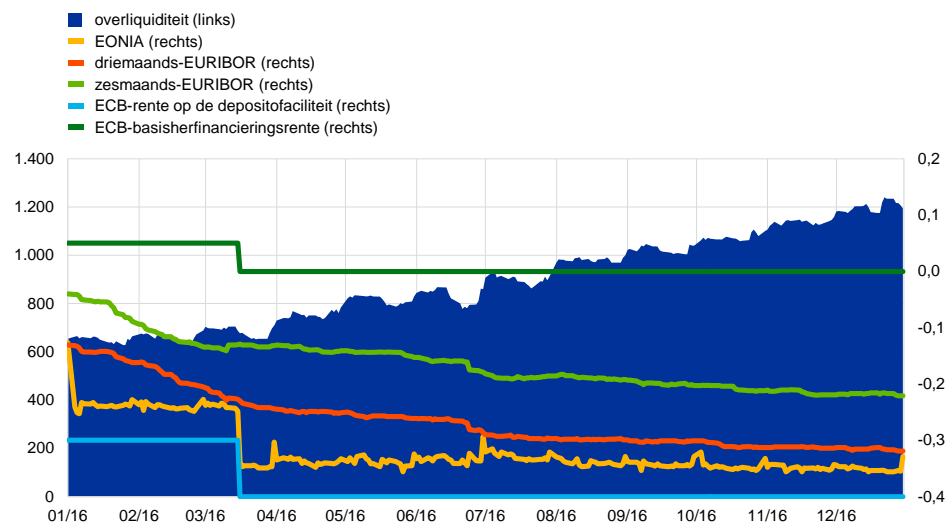
De geldmarkttarieven bleven in 2016 dalen, vooral onder invloed van verdere monetairbeleidsverruiming door de ECB.

In Paragraaf 2.1 worden de verruimingsmaatregelen nader beschreven. De verlaging van de rente op de depositofaciliteit werkte snel en volledig door op de EONIA, die vervolgens stabiel bleef op circa -35 basispunten (zie Grafiek 4). Overeenkomstig het historische patroon steeg de EONIA tijdelijk tegen de maandultimo's, maar deze stijgingen waren minder uitgesproken dan die van begin 2015 voordat met de implementatie van het programma voor de aankoop van activa (asset purchase programme – APP) de overliquiditeit sterk toenam.

## Grafiek 4

### Geldmarktrente en liquiditeitsoverschotten

(EUR miljard; procenten per jaar; daggegevens)



Bronnen: ECB en Bloomberg.

Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen 30 december 2016.

De drie- en zesmaands EURIBOR zakten nog dieper onder nul. De daling van de EURIBOR-tarieven volgde op de verdere verruiming van het monetair beleid, waarbij de opwaartse trend van de liquiditeitsoverschotten voor wat extra opwaartse druk zorgde. De toename van de liquiditeitsoverschotten met ruim € 500 miljard gedurende het gehele jaar werd voornamelijk veroorzaakt door de aankopen onder het APP en – in mindere mate – door de nieuwe reeks gerichte langerlopende herfinancieringstransacties (targeted longer-term refinancing operations - TLTRO-II). Aan het einde van het jaar was de overliquiditeit opgelopen tot € 1.200 miljard (zie Grafiek 4).

Op de gedekte geldmarkt bleven ook de tarieven voor repotransacties dalen, onder invloed van de verlaging van de basisrentetarieven door de ECB, ruime liquiditeitsverhoudingen en een zoektocht naar hoogwaardig onderpand. Het repotarief voor onderpand uitgegeven door sommige landen in het eurogebied bedroeg minder dan de rente op de depositofaciliteit, wat een indicatie vormt van de vraag naar zeer liquide onderpand.

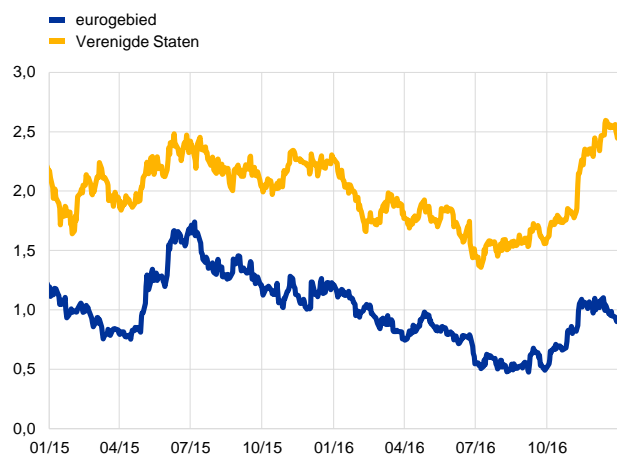
De termijnrentes op de geldmarkt in het eurogebied waren eind juni, na het Britse referendum over het lidmaatschap van de EU, over hun dieptepunt heen tegen de achtergrond van gestegen marktverwachtingen ten aanzien van verdere monetairbeleidsverruiming door de ECB. Tegen het einde van het jaar deed zich echter een omslag voor in de termijnrentes, toen de marktverwachtingen ten aanzien van verdere beleidsrenteverlagingen waren afgenomen en de EONIA-termijncurve steiler was geworden. Deze verstelling vormde, samen met een toename van de rendementen op overheidsobligaties in het eurogebied, een afspiegeling van de ontwikkeling van de rendementen op langerlopende obligaties wereldwijd, die in de Verenigde Staten het meest uitgesproken was.

## Rendementen op overheidsobligaties in het eurogebied lopen op tegen het einde van het jaar

### Grafiek 5

#### Rendementen op tienjaars overheidsobligaties

(procenten per jaar; daggegevens)



Bronnen: Bloomberg, Thomson Reuters en berekeningen van de ECB.  
Toelichting: De gegevens voor het eurogebied betreffen het tienjaars bbp-gewogen gemiddelde van de rendementen op overheidsobligaties. De meest recente waarneming betreft 30 december 2016.

het jaar circa 0,9% bedroeg. De rendementsecarts op overheidsobligaties tussen de landen van het eurogebied ontwikkelden zich relatief gematigd, maar de ontwikkelingen vertoonden enige heterogeniteit tussen de verschillende landen.

## Aandelenkoersen in het eurogebied na tijdelijke dalingen vrijwel ongewijzigd

### Grafiek 6

#### Beursindices in het eurogebied en in de Verenigde Staten

(index: 1 januari 2016 = 100; daggegevens)



Bron: Thomson Reuters.  
Toelichting: Voor het eurogebied wordt de EURO STOXX-index getoond en voor de Verenigde Staten de S&P 500. De indices zijn genormaliseerd op 100 per 1 januari 2016. De meest recente waarneming betreft 30 december 2016.

De rendementen op overheidsobligaties in het eurogebied waren over het geheel genomen in 2016 lager dan in 2015, waarin de aanhoudende steun van de aankopen door de ECB van overheidsobligaties in het eurogebied en andere monetairbeleidsmaatregelen tot uitdrukking kwam. In zowel het eurogebied als de Verenigde Staten ondervonden de rendementen als gevolg van mondiale ontwikkelingen een aanzienlijke correctie (zie Grafiek 5). De toegenomen onzekerheid omtrent de mondiale groeivoorzichten aan het begin van het jaar leidde tot een sterke daling van de risicovrije rente. De uitslag van het Britse referendum drukte de rendementen nog verder, voordat optimistischere mondiale vooruitzichten en de uitslag van de Amerikaanse presidentsverkiezingen de rendementen in zowel het eurogebied als de Verenigde Staten deed toenemen. In totaal daalde het bbp-gewogen gemiddelde van de rendementen op tienjaars

overheidsobligaties in het eurogebied in 2016 met ongeveer 30 basispunten, waardoor dit aan het einde van het jaar circa 0,9% bedroeg. De rendementsecarts op overheidsobligaties tussen de landen van het eurogebied ontwikkelden zich relatief gematigd, maar de ontwikkelingen vertoonden enige heterogeniteit tussen de verschillende landen.

Het jaar 2016 begon met een aanzienlijke neergang van de wereldwijde aandelenmarkten toen ontwikkelingen in China tot bezorgdheid omtrent de mondiale groei leidden (zie Grafiek 6). Nadat de ongerustheid was afgenomen, keerden de aandelenmarkten rond april terug tot de niveaus van begin 2016. Een soortgelijk patroon was te zien in de periode rond het Britse referendum, waarbij de sterke daling in de dagen na het referendum in de daaropvolgende maanden ongedaan werd gemaakt. In de tweede jaarhelft vertoonde de aandelenmarkt in het eurogebied als gevolg van verbeterde vooruitzichten een duidelijke stijging. Ondanks de betrekkelijk grote schommelingen gedurende het jaar bleef de aandelenmarkt in het eurogebied in grote lijnen gelijk, waarbij de ruime EURO STOXX-index met circa 1% steeg. De lichte stijging van de totale index verhuult echter een daling van de bankaandelen, die onder andere te lijden hadden van het aantal niet-renderende leningen en de lage winstgevendheid van de banken.

In de Verenigde Staten vertoonden de aandelen over het gehele jaar een vergelijkbaar patroon. Deze presteerden echter over het geheel genomen beter en lieten over 2016 een stijging van bijna 10% optekenen. In december 2016 bereikten de belangrijke aandelenindices in de Verenigde Staten een nieuwe recordhoogte.

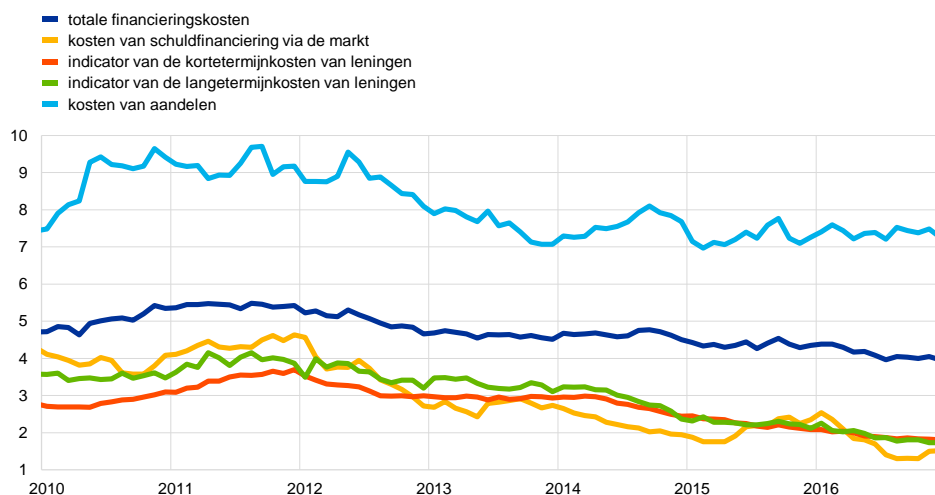
## Niet-financiële ondernemingen profiteren van lagere kosten van externe financiering

De in 2016 genomen monetairbeleidsmaatregelen werkten ook door in de totale nominale kosten van de externe financiering van niet-financiële ondernemingen, die in de zomer van 2016 een laagterecord bereikten (zie Grafiek 7). Met name de negatieve rente op de depositofaciliteit en de in maart aangekondigde nieuwe TLTRO-II-transacties droegen bij aan een verdere verlaging van de kosten van bankleningen voor niet-financiële ondernemingen. De invoering van aankopen van hoogwaardige ('investment grade') in euro luidende obligaties uitgegeven door in het eurogebied gevestigde niet-bancaire ondernemingen, naast de andere elementen van het APP, zorgde ervoor dat de kosten van schuldfinanciering via de markt daalden tot ver onder het niveau van het voorgaande jaar en tevens onder de bancaire debetrentes. De risicopremie op aandelen bleef echter hoog, waardoor de kosten van het eigen vermogen in 2016 slechts marginaal daalden. De hoge mate van monetairbeleidsverruiming droeg bij aan een verlaging van de kosten van externe financiering en een vermindering van de heterogeniteit tussen de landen in het eurogebied en tussen ondernemingen van verschillende omvang.

### Grafiek 7

#### Totale nominale kosten van de externe financiering van niet-financiële ondernemingen in het eurogebied

(procenten per jaar; driemaands voortschrijdende gemiddelden)



Bronnen: ECB, Merrill Lynch, Thomson Reuters en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De totale financieringskosten voor niet-financiële ondernemingen worden berekend als een gewogen gemiddelde van de kosten van bankleningen, de kosten van schuldfinanciering via de markt en de kosten van aandelen, op grond van hun respectieve uitstaande bedragen die zijn afgeleid uit de rekeningen van het eurogebied. De kosten van het eigen vermogen worden gemeten aan de hand van een uit drie fasen bestaand dividendverdisconteringsmodel waarin informatie wordt gebruikt uit de niet-financiële beursindex van Datastream. De meest recente waarneming betreft december 2016.

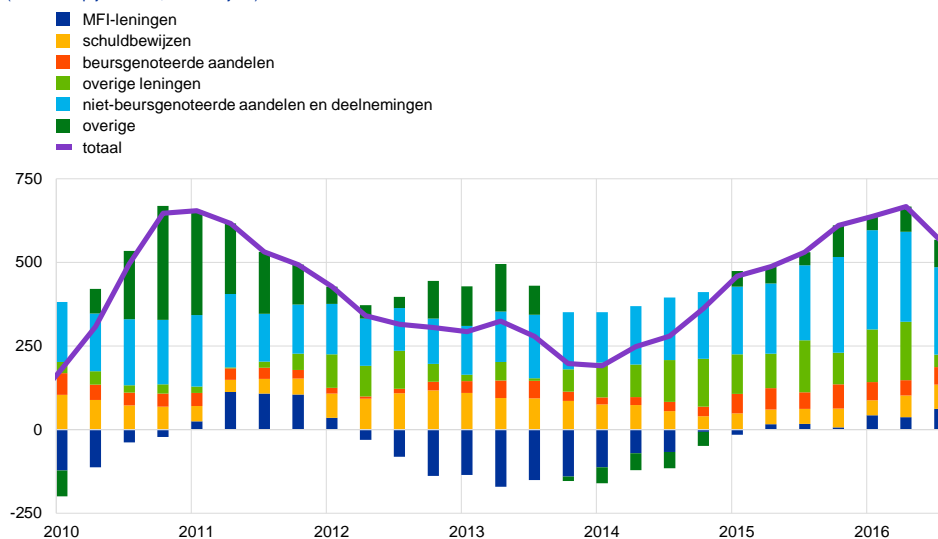
## Externe financieringsstromen stabiliseerden in 2016

In de eerste drie kwartalen van 2016 bleven de externe financieringsstromen van niet-financiële ondernemingen gelijk, dicht bij het gemiddelde niveau van 2015 (zie Grafiek 8). Op langere termijn bezien, ondervindt het herstel van de externe financieringsstromen van niet-financiële ondernemingen van het dieptepunt dat in het eerste kwartaal van 2014 werd bereikt nog steeds steun van: (i) de verdere afname van de financieringskosten; (ii) een versoepeling van kredietbeperkingen; (iii) een aanhoudende stijging van de economische bedrijvigheid; en (iv) een toename van de fusie- en overnameactiviteiten. Daarnaast heeft het accommoderende monetaire beleid van de ECB bijgedragen aan de gunstige omstandigheden voor de toegang van niet-financiële ondernemingen tot marktgebaseerde financiering. Met name de uitbreiding van het APP met bedrijfsobligaties in juni 2016 verleende steun aan de uitgifte van schuldpapier. Onder invloed van verbeterde kredietvoorwaarden<sup>3</sup> en lagere rentetarieven steeg het beroep van niet-financiële ondernemingen op bancaire financiering licht, terwijl leningen van niet-MFI's en van de rest van de wereld gedurende het jaar aanzienlijk afnamen. Niet-beursgenoteerde aandelen en overige deelnemingen bleven de grootste component van de externe financieringsstromen van niet-financiële ondernemingen, gesteund door hoge ingehouden winsten. De uitgifte van beursgenoteerde aandelen werd beperkt door de betrekkelijk hoge kosten van aandelen. Bovendien zorgde de algehele verbetering van de toegang tot externe financiering door niet-financiële ondernemingen voor minder dynamiek bij de handelskredieten en intragroepsleningen.

### Grafiek 8

#### Netto externe financieringsstromen naar niet-financiële ondernemingen in het eurogebied

(stromen op jaarbasis; EUR miljard)



Bronnen: Eurostat en ECB.

Toelichting: "Overige leningen" omvat leningen van niet-MFI's (overige financiële intermediairs, verzekeringsondernemingen en pensioenfondsen) en van de rest van de wereld. MFI-leningen en leningen van niet-MFI's zijn gecorrigeerd voor verkopen van leningen en securitisaties. "Overige" is het verschil tussen het totaal en de in de grafiek genoemde instrumenten. Hierin zijn intragroepsleningen en handelskredieten begrepen. De meest recente waarneming betreft het derde kwartaal van 2016.

<sup>3</sup> Zie voor meer informatie over de versoepeling van bancaire kredietvoorwaarden ook Paragraaf 1.5 van Hoofdstuk 1, waarin wordt ingegaan op uitkomsten van de enquête naar de bancaire kredietverlening in het eurogebied.



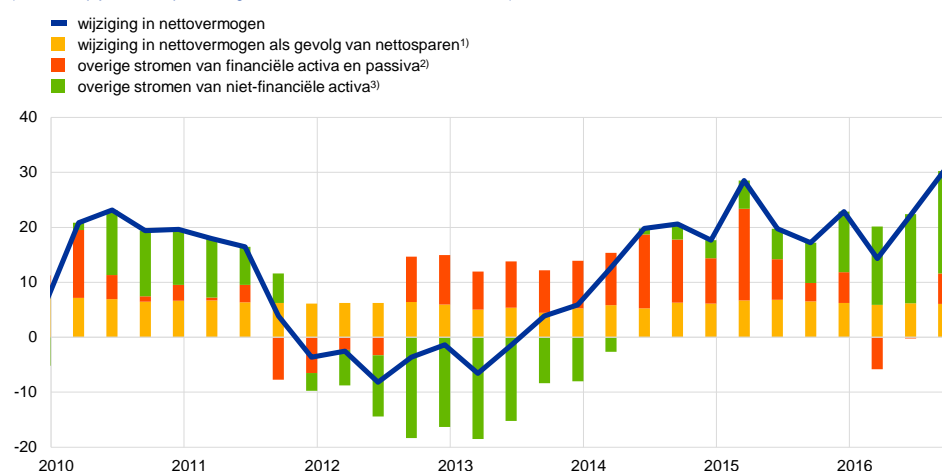
## Toename nettovermogen huishoudens versnelt

In de eerste drie kwartalen van 2016 bleef de netto-vermogensgroei van huishoudens versnellen (zie Grafiek 9). Daarbij zorgde met name de voortdurende stijging van de huizenprijzen voor aanzienlijke vermogenswinsten op door huishoudens aangehouden vastgoed. De koersstijging van aandelen in 2016 leidde tot winsten op door huishoudens aangehouden financiële activa en droeg bij aan de groei van het nettovermogen.

### Grafiek 9

#### Wijziging in het nettovermogen van huishoudens

(stromen op jaarbasis; percentage van het bruto besteedbaar inkomen)



Bronnen: Eurostat en ECB.

Toelichting: Gegevens over niet-financiële activa zijn ramingen van de ECB. De meest recente waarneming betreft het derde kwartaal van 2016.

1) Deze post omvat het nettosparen, de netto ontvangen vermogensoverdrachten en de afwijking tussen niet-financiële en financiële rekeningen.

2) Vooral winsten en verliezen op aangehouden aandelen en andere deelnemingen.

3) Vooral winsten en verliezen op aangehouden vastgoed (inclusief grond).

De kredietkosten van huishoudens daalden tot een historisch dieptepunt, maar bleven per land en looptijd verschillen. De kosten van langlopende leningen daalden bovendien sterker dan die van kortlopende leningen. Het herstel van de kredietopneming bij banken door de sector huishoudens zette in 2016 door.

## Kader 1

### Het effect van de lage rentestand op de banksector en de financiële stabiliteit

De lage rentestand die geheel 2016 te zien was, was toe te schrijven aan zowel mondiale factoren als factoren specifiek voor het eurogebied. Sommige van deze factoren hadden een langetermijnkarakter en waren gerelateerd aan structurele verschuivingen, zoals voortgaande demografische ontwikkelingen en lagere productiviteitsgroei, terwijl andere te maken hadden met schuldafbouw na de financiële crisis, het overschot aan geplande besparingen tegenover geplande investeringen en consumptieve uitgaven. Het accommoderende monetaire beleid van de ECB, met als belangrijkste doel het beschermen van de prijsstabiliteit, speelde hier onder meer een rol. Het monetaire beleid van de ECB wil prijsstabiliteit garanderen door steun te bieden aan de nominale groei in het eurogebied, wat uiteindelijk moet leiden tot oplopende rentetarieven naarmate het economische herstel vastere vormen aanneemt.

De enquête naar de bancaire kredietverlening in het eurogebied laat zien dat het programma voor de aankoop van activa van de ECB, gerichte langerlopende herfinancieringstransacties (targeted longer-term refinancing operations – TLTRO's) en de negatieve depositorente hebben bijgedragen aan verbeterde kredietvoorwaarden in 2016, waardoor de kredietverstrekking aantrok.<sup>4</sup> Naast deze positieve ontwikkelingen veroorzaakte de lage renteomgeving druk op financiële instellingen.<sup>5</sup> Samen met het Europees Comité voor Systeemrisico's heeft de ECB risico's in kaart gebracht voor banken, verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen met betrekking tot de houdbaarheid van hun bedrijfsmodellen en risicoprofiel. Een aantal van deze risico's zal wellicht moeten worden beperkt door specifieke macro- en microprudentiële maatregelen.<sup>6</sup>

Zeker als deze gepaard gaat met zwakke economische groei kan een langdurige lage rentestand een negatief effect hebben op de winstgevendheid en solvabiliteit van instellingen die gegarandeerde opbrengsten over een lange termijn bieden. De lage rente kan eveneens het bestaansrecht in gevaar brengen van traditionele producten met gegarandeerde opbrengst die niet alleen door banken maar ook door verzekeraars en pensioenfondsen worden aangeboden. Er zijn tekenen dat de verzekerings- en pensioensector al overstapt van gegarandeerd rendement naar beleggingsgebonden bedrijfsmodellen, om zo de langetermijnverplichtingen naar beneden te brengen. Hierdoor biedt de financiële sector minder rendementsgaranties op de lange termijn. Daar komt bij dat de lage rentestand ook kan bijdragen aan een daling van de nettorentebaten van banken, vooral door de neerwaartse druk op de nettorentemarges omdat de depositorente mogelijk wordt beperkt door een effectieve ondergrens en daarmee de winstgevendheid drukt. Hoewel nettorentebaten de belangrijkste bron van inkomsten zijn voor het merendeel van de banken wordt de winstgevendheid van een bank ook bepaald door andere factoren, waaronder provisiebaten en de relatieve kostenefficiëntie binnen de bankensector.

Om hun winstmarges te herstellen, boren financiële instellingen alternatieve inkomstenbronnen aan en passen zij hun bedrijfsmodellen langzamerhand aan. De provisiebaten als onderdeel van de totale baten zijn lager voor in kredietverlening gespecialiseerde banken en hoger voor banken die bewaardiensten aanbieden.<sup>7</sup> Er zijn tekenen dat banken activiteiten gaan ontplooiën die gericht zijn op het verhogen van hun provisiebaten. Voor kredietverleners zijn baten uit aflossingen van hypotheek en het oversluiten van hypotheek de afgelopen jaren een belangrijke bron van inkomsten geworden. Kredietnemers hebben geprofiteerd van de langzaam dalende lange rente, vooral in landen waar hypotheek met vaste rente de boventoon voeren. De baten uit vervroegde aflossingen en het oversluiten van hypotheek zullen in de toekomst waarschijnlijk een kleinere rol gaan spelen, aangezien ze slechts eenmalig worden genoten. Bank en zullen dan ook hun bedrijfsmodellen en kostenefficiëntie verder moeten aanpassen om winstgevend te blijven. Bank en overwegen inderdaad kostenbesparende maatregelen zoals herstructureren, ontslaan van personeel, sluiting van filialen en digitalisering van processen, maar niet alle landen en instellingen maken evenveel voortgang met de verbetering van de kostenefficiëntie.<sup>8</sup>

<sup>4</sup> Zie [The euro area bank lending survey](#), ECB, oktober 2016.

<sup>5</sup> De niet-reguliere monetairbeleidsmaatregelen blijken slechts een beperkt effect te hebben gehad op de winstgevendheid van de bankensector; zie [Financial Stability Review](#), ECB, november 2016, Box 4.

<sup>6</sup> Zie [Macroprudential policy issues arising from low interest rates and structural changes in the EU financial system](#), European Systemic Risk Board, november 2016.

<sup>7</sup> Zie Kok, C., Mirza, H., Mór , C. en Pancaro, C., "[Adapting bank business models: financial stability implications of greater reliance on fee and commission income](#)", [Financial Stability Review](#), ECB, november 2016, Special Feature C.

<sup>8</sup> Zie [Financial Stability Review](#), ECB, november 2016, Section 3.

Door de afkalvende rentebaten bij de lage rentestand en de beperkte voortgang bij het verhogen van de winstgevendheid neemt de mogelijkheid toe dat financiële instellingen op grote schaal risico's aangaan, vooral die instellingen waar nettorentebaten in het verleden een groot deel van hun inkomsten uitmaakten. Beleggingen in risicovollere vermogenscategorieën of activa met langere looptijden kunnen het risico op grotere blootstelling aan illiquide financiële instrumenten met zich meebrengen, waardoor instellingen worden geconfronteerd met verhoogd herwaarderings- en besmettingsrisico.

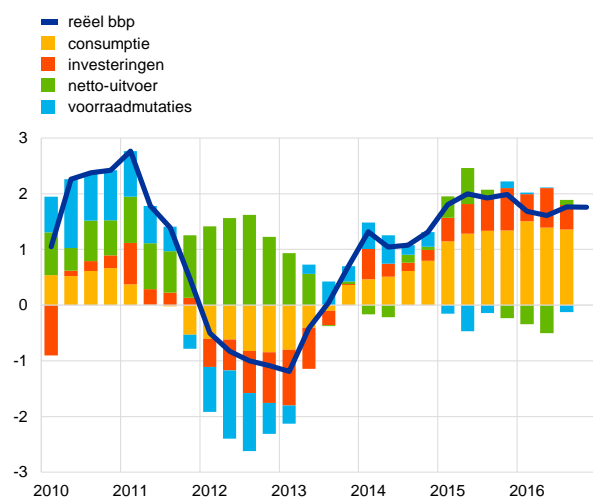
In haar rol van banktoezichthouder en macroprudentiële autoriteit volgt de ECB de hervorming van de bedrijfsmodellen bij financiële instellingen op de voet om de financiële stabiliteit te waarborgen in de landen die onder Europees banktoezicht vallen. Tegen deze achtergrond kan de ECB toezichtsmaatregelen nemen en macroprudentieel beleid voor de bankensector invoeren ter bewaking van de financiële stabiliteit. Financiële stabiliteit en het beheersen van systeemrisico's blijft een belangrijke voorwaarde om het economische herstel vaste voet te geven.

### 1.3 Breed gedragen herstel

#### Grafiek 10

#### Reëel bbp in het eurogebied

(mutaties in procenten op jaarbasis; bijdragen in procentpunten op jaarbasis)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De bbp-groei voor het vierde kwartaal van 2016 betreft de voorlopige flashraming.

Het door de binnenlandse vraag gedreven conjunctuurherstel in het eurogebied dat begin 2013 was ingezet, heeft zich in 2016 voortgezet. Wanneer de factoren die de economische bedrijvigheid aanwakkeren nader worden bekeken, blijkt de huidige groeidyndynamiek aan schokbestendigheid te winnen (zie Kader 2 voor meer informatie). Tegelijkertijd ondervond de economische bedrijvigheid in het eurogebied hinder van de nog steeds gematigde groei van de buitenlandse vraag bij toegenomen mondiale onzekerheid. Hierdoor kwam de gemiddelde groei op jaarbasis in 2016 uit op 1,7% (zie Grafiek 10). Dit is slechts iets lager dan de 2,0% die in 2015 werd opgetekend, een cijfer dat door bijzonder sterke bbp-groei in Ierland werd opgestuwd. De particuliere consumptie steeg ongeveer even sterk als in 2015 en werd ook in 2016 gedreven door groei van het besteedbaar inkomen, terwijl de investeringen ondanks het herstel in de bouwnijverheid wat langzamer toenamen dan in het voorgaande jaar. De overheidsconsumptie steeg in 2016 sterker en droeg daarmee positief bij aan de economische groei (zie Paragraaf 1.6 van Hoofdstuk 1). Het economisch herstel werd in de landen van het eurogebied betrekkelijk breed gedragen.

## De economie van het eurogebied blijft groeien

De zeer ruime monetairbeleidskoers van de ECB bleef naar de reële economie doorwerken en ondersteunde de binnenlandse vraag. Verbeteringen in de winstgevendheid van bedrijven en zeer gunstige financieringsvoorwaarden bevorderden het herstel van de investeringen verder. Verder bleef de aanhoudende werkgelegenheidsgroei, die ook profiteerde van de structurele hervormingen uit het verleden, het herstel schragen. De nog steeds betrekkelijk lage olieprijs gaf de groei in 2016 een extra impuls. De schuldenlast van de overheid en de private sector, die in een aantal landen hoog bleef, en de daarmee gepaard gaande noodzaak van schuldafbouw, temperden echter wel de binnenlandse vraag. Ook de langzame voortgang van de implementatie van structurele hervormingen bleef de groei belemmeren.

De particuliere consumptie in het eurogebied nam in 2016 verder toe, met een groeitempo op jaarbasis van circa 2,0%, ruwweg gelijk aan dat van het voorgaande jaar. De voornaamste factoren achter de toename van de particuliere consumptie waren de lage olieprijs, vooral aan het begin van het jaar, en de verbetering van de arbeidsmarkt in het eurogebied en de daaruit voortvloeiende toename van het arbeidsinkomen. Daarbij droegen niet zozeer hogere lonen aan de groei van het totale nominale arbeidsinkomen in 2016 bij als wel de toename van de werkgelegenheid. De lage rente bleef de particuliere consumptie ondersteunen, doordat lenen goedkoper werd en sparen minder lonend. Bovendien heeft de lagere rente, ondanks het feit dat de nettorente-inkomens van huishoudens in het eurogebied marginaal gedaald zijn, hoofdzakelijk geleid tot een herverdeling van de middelen van nettospaarders naar nettokredietnemers, die over het algemeen een grotere consumptieneiging hebben dan nettospaarders.<sup>9</sup>

De monetairbeleidsmaatregelen die de ECB de afgelopen jaren heeft genomen, waaronder het in maart 2016 aangekondigde aankoopprogramma voor bedrijfsobligaties, hebben de vraag aangewakkerd en daarmee de investeringen bevorderd. Daarmee droegen de investeringen in 2016 aanmerkelijk aan de groei bij, mede dankzij verbeterde winsten, de aantrekkende vraag en stijgende capaciteitsbenutting. Bovendien hebben de monetairbeleidsmaatregelen het ondernemersvertrouwen een impuls gegeven, de nettorentelasten van bedrijven verlaagd en de financiële voorwaarden verruimd, waaronder die van het midden- en kleinbedrijf, waardoor de bedrijfsinvesteringen verder werden versterkt. Aan het herstel van de bedrijfsinvesteringen droegen met name investeringen in vervoermaterieel bij. Niettemin kunnen bepaalde factoren ook de bedrijfsinvesteringen hebben getemperd, zoals de langdurige daling van de groeiverwachtingen op lange termijn voor het eurogebied, voortgaande balansaanpassingen vanwege de hoge schuldenlast van ondernemingen en de zwakkere wereldhandel.

<sup>9</sup> Zie Jappelli, T. en Pistaferri, L., "Fiscal policy and MPC heterogeneity", *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 6, nr. 4, 2014, blz. 107-136.

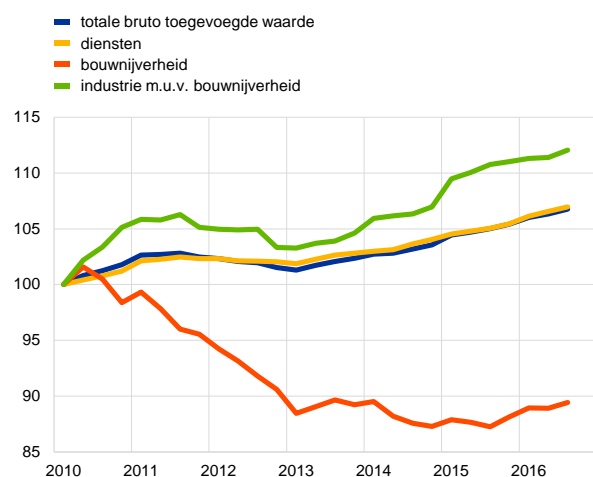
Ook de bouwinvesteringen vertoonden verbetering, zij het ten opzichte van een laag uitgangsniveau, naast het herstel van de huizenmarkten in het eurogebied. In dit herstel klonk een hogere vraag door, die weer werd ondersteund door groei van het reële inkomen, gunstige hypotheektarieven en kredietvoorwaarden dankzij monetairbeleidsmaatregelen, en begrotingsstimuli in sommige landen. Bovendien bleven de rendementen op alternatieve vormen van investeringen van huishoudens laag, wat de investeringen in woningen verder stimuleerde. Het herstel van de huizenmarkt deed zich breed voor in de landen van het eurogebied.

De conjuncturele dynamiek werd ook in 2016 afgeremd door de zwakke externe omgeving, die de invloed van de vertraagde effecten van de aanzienlijke depreciatie van de euro in 2014-2015 meer dan tenietdeed (zie Paragraaf 1.1 van Hoofdstuk 1). De uitvoer vanuit het eurogebied naar de Verenigde Staten, Azië (exclusief China) en opkomende markteconomieën bleef in 2016 gematigd. Tegelijkertijd weerstonden de handelspartners in Europa en China deze tegenwind en droegen zij in toenemende mate bij aan de uitvoer uit het eurogebied. De handel binnen het eurogebied trok in 2016 aan vormde daarmee een afspiegeling van de onderliggende kracht van de binnenlandse vraag.

### Grafiek 11

#### Reële bruto toegevoegde waarde van het eurogebied naar bedrijfstak

(index: 2010-I = 100)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

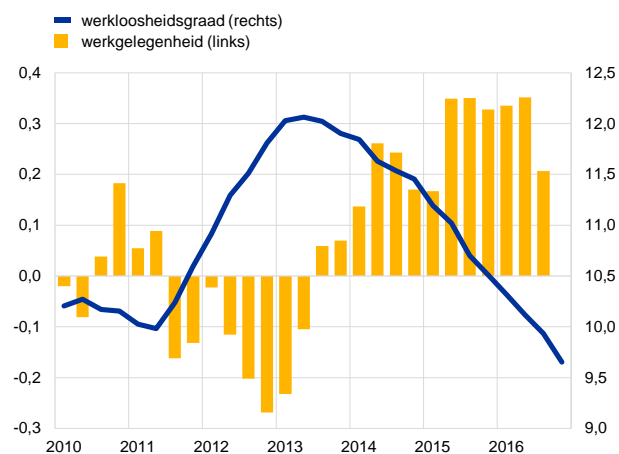
In sectoraal opzicht werd de toename van de productie in 2016 breed gedragen (zie Grafiek 11). De totale bruto toegevoegde waarde, die in het tweede kwartaal van 2015 uitkwam boven het piekniveau van voor de crisis uit het eerste kwartaal van 2008, steeg in 2016 gemiddeld met circa 1,7%. In de industrie (met uitzondering van de bouwnijverheid) vertraagde de groei van de toegevoegde waarde in 2016 tot rond de 1,6%, terwijl de dienstensector met 1,8% groeide, iets meer dan in 2015. De toegevoegde waarde in de bouwnijverheid won tegelijkertijd aan kracht. Hoewel deze zich nog ver onder het niveau van voor de crisis bevindt, steeg zij met circa 2,0% – het hoogste groeicijfer sinds 2006. Dit vormt een bevestiging van de steeds positievere ontwikkelingen in de bouwnijverheid na de langdurige periode van krimp of trage groei die in 2008 begon.

## De werkgelegenheid in het eurogebied blijft toenemen

### Grafiek 12

#### Arbeidsmarktindicatoren

(groei op kwartaalbasis, percentage van de beroepsbevolking; gecorrigeerd voor seizoenseffecten)



Bron: Eurostat.

De arbeidsmarkt bleef zich in 2016 verder herstellen (zie Grafiek 12). In het derde kwartaal van 2016 lag het aantal werkenden 1,2% boven het niveau van hetzelfde kwartaal van 2015 en ruim 3% boven het laatste dieptepunt in het tweede kwartaal van 2013. De werkgelegenheid lag echter nog circa 0,5% onder het piekniveau van het eerste kwartaal van 2008. Als we kijken naar de ontwikkelingen per sector, dan blijkt dat de werkgelegenheid vooral in de dienstensector steeg en in mindere mate in de industrie met uitzondering van de bouwnijverheid, terwijl deze in de bouwnijverheid in grote lijnen gelijk bleef.

In de eerste drie kwartalen van 2016 hield de stijging van het totale aantal gewerkte uren gelijke tred met die van het aantal werkenden. De jaar-op-jaar productiviteitsgroei per werkende bleef laag, met gemiddeld 0,4% per kwartaal in de eerste drie

kwartalen van 2016, vergeleken met een stijging van 1,0% over geheel 2015 (die echter door de herziening van het bbp in Ierland werd opgestuwd).

De werkloosheidsgraad bleef in 2016 dalen en bedroeg in december 9,6%, het laagste niveau sinds medio 2009. De afname van de werkloosheid, die in de tweede helft van 2013 inzette, was in alle leeftijdsgroepen en zowel bij mannen als bij vrouwen te zien. Over geheel 2016 bedroeg de werkloosheidsgraad gemiddeld 10,0%, tegen gemiddeld 10,9% in 2015 en 11,6% in 2014. De bredere maatstaven voor onbenutte arbeidsmarktcapaciteit bleven echter hoog.

### Kader 2

#### Factoren die voortgaand herstel bestendigen

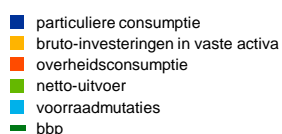
De economische groei in het eurogebied zette door in 2016, ondanks mondiale onzekerheid. Het herstel van het bbp sinds het tweede kwartaal van 2013 werd voornamelijk gedreven door de groei van de particuliere consumptie. De sterke verbetering van de werkgelegenheid zorgde voor een gestage toename van het reëel besteedbaar inkomen, waardoor de consumptiegroei robuust bleef en huishoudens in staat werden gesteld om hun schulden verder af te bouwen. Deze factoren duiden op enige veerkracht in het groeitempo. De verbreding van de factoren die de economische groei in het eurogebied bevorderen, aangespoord door het zeer accommoderende monetaire beleid van de ECB, duidt eveneens op houdbaar herstel.

Bijna de helft van de cumulatieve bbp-groei voor het eurogebied sinds het tweede kwartaal van 2013 werd bijgedragen door de consumptie (zie Grafiek A, links)<sup>10</sup>. Tot op zekere hoogte is dit normaal omdat consumptie de grootste uitgavencomponent vertegenwoordigt (ongeveer 55% van het bbp in het eurogebied). Desondanks is dit in sterk contrast met het herstel van 2009-2011, toen slechts 11% van de cumulatieve bbp-groei kon worden toegeschreven aan consumptie (zie Grafiek A, rechts). Het huidige herstel is ook veel minder afhankelijk van de netto-uitvoer dan in de vorige opleving het geval was. Bovendien is het geleidelijker en steviger.

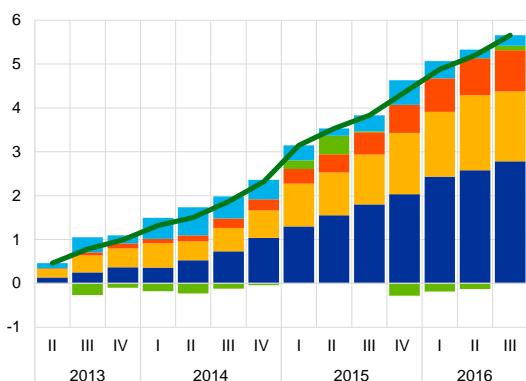
## Grafiek A

### Bijdrage aan het bbp

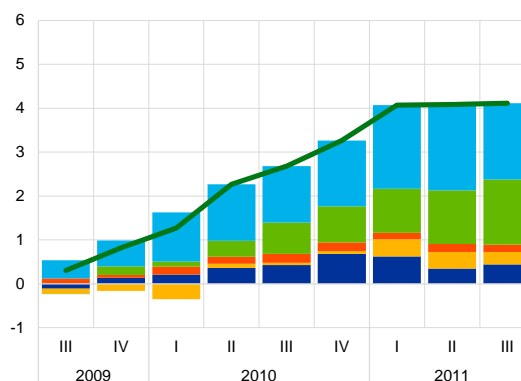
(cumulatieve procentpunten)



2013-II – 2016-III



2009-III – 2011-III



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

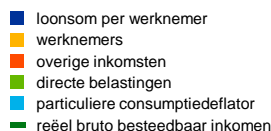
Een zeer belangrijke factor achter de houdbaarheid van het herstel is de samenstelling van de groei van het bruto besteedbaar inkomen, die tijdens de huidige conjuncturele opleving aanzienlijk verschilt van de vorige periode van aantrekkende groei tussen het derde kwartaal van 2009 en het derde kwartaal van 2011 (zie Grafiek B). Tijdens het huidige herstel wordt de groei van het besteedbaar inkomen ondersteund door relatief sterke werkgelegenheidscreatie. Tijdens de vorige periode van herstel werd de groei van het besteedbaar inkomen vrijwel geheel gedragen door loonstijgingen, terwijl de werkgelegenheid zelfs daalde. Terwijl een deel van de nominale inkomensgroei teniet wordt gedaan door inflatie is dit nu veel minder het geval dan tijdens de vorige opleving omdat dalende olieprijs sinds de tweede helft van 2014 huishoudens een meevaller heeft bezorgd in de zin van hun reële koopkracht.

<sup>10</sup> De conclusie dat het huidige herstel vooral wordt gedragen door de consumptie is niet afhankelijk van de manier waarop de rol van consumptie in het herstel wordt bepaald. Een maatstaf voor het vaststellen hiervan is gebaseerd op de bijdrage van de consumptie aan de totale bbp-groei en een tweede maatstaf vergelijkt het tempo van de consumptiegroei met dat van het bbp. In dit Kader wordt de eerstgenoemde methode gebruikt zodat de analyse niet wordt vertroebeld door de sterkere cycliciteit van de investeringen (hogere groei tijdens economisch herstel).

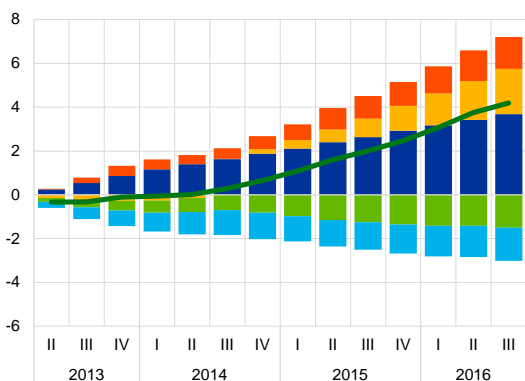
## Grafiek B

### Bijdrage aan het reëel besteedbaar inkomen

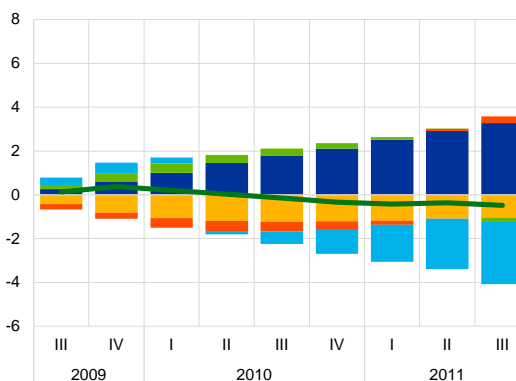
(cumulatieve procentpunten)



2013-II – 2016-III



2009-III – 2011-III



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Volgens de economische theorie zou de consumptie van huishoudens sterker moeten reageren op werkgelegenheids groei dan op reële loonstijgingen, vooral omdat werkgelegenheids groei meer structureel is dan loonstijging.<sup>11</sup> Stijgende werkgelegenheid zou daarom nu een teken kunnen zijn voor een grotere stijging van het permanente inkomen dan een vergelijkbare toename van de lonen. Dit verklaart ook ten dele waarom consumenten sterker reageren op schommelingen in de huidige werkgelegenheids groei dan op fluctuaties in de huidige loongroei.<sup>12</sup> Er zijn bovendien micro-economische aanwijzingen dat werklozen en inactieven meer geneigd zijn tot consumeren dan werkenden.<sup>13</sup> Omdat stijgingen in het totale arbeidsinkomen als gevolg van schommelingen in de werkgelegenheid voor een groot deel zijn geconcentreerd bij inactieven en werklozen verklaart dit ook ten dele waarom over het geheel gezien de consumptie sterker reageert op werkgelegenheidsschommelingen dan op schommelingen in de loongroei. De grotere bijdrage van de werkgelegenheid aan het reëel besteedbaar inkomen tijdens het huidige economische herstel strookt daarom met de sterkere consumptiegroei.

De lagere energieprijzen hebben tijdens het huidige economische herstel eveneens aan de robuuste consumptiegroei bijgedragen. De daling van de olieprijs sinds de tweede helft van 2014 heeft huishoudens een meevaller bezorgd voor hun reële koopkracht die weer heeft bijgedragen aan zowel gestage consumptiegroei als een bescheiden stijging van de spaarquote van huishoudens. Het effect van de lagere olieprijs op de consumptiegroei begint echter weg te ebben

<sup>11</sup> Terwijl de werkgelegenheids groei op kwartaalbasis een sterke positieve autocorrelatie heeft (dus aanhoudend), is de autocorrelatie van de loongroei op kwartaalbasis zeer zwak. De werkgelegenheids groei op jaarbasis is tevens iets aanhoudender dan de loongroei op jaarbasis.

<sup>12</sup> Campbell, J. en Deaton, A., "Why is consumption so smooth?", *Review of Economic Studies*, Vol. 56, pagina 357-373, 1989.

<sup>13</sup> Voor meer onderbouwing, zie bijvoorbeeld Jappelli, T. en Pistaferri, L., "Fiscal policy and MPC heterogeneity", *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 6, nummer 4, 2014, pagina 107-136; Casado, J.M. en Cuenca, J.A., "La recuperación del consumo en la UEM", *Boletín Económico*, Banco de España, november 2015; en *Annual Report 2015*, Banco de España.

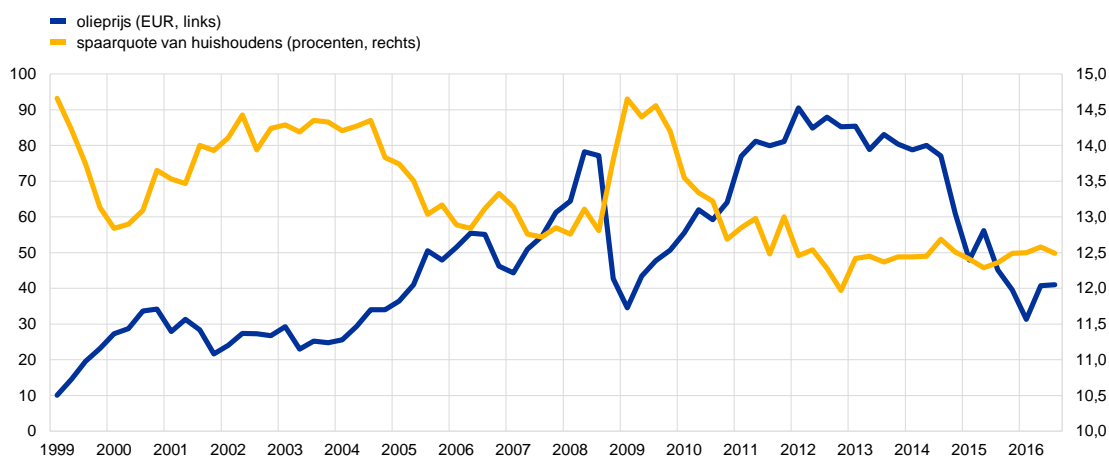


omdat het grootste deel van de meevaller inmiddels is uitgegeven. Historisch gezien, reageert de consumptie altijd met een vertraging op veranderingen in de olieprijs. De consumptiegroei reageerde echter recent sneller op de daling van de olieprijs dan in eerdere periodes met dalende olieprijsen, zoals te zien is aan de relatief gematigde reactie van de spaarquote van huishoudens op de bovengenoemde meevaller (zie Grafiek C).

### Grafiek C

#### Spaarquote en olieprijs

(in euro's en procenten)

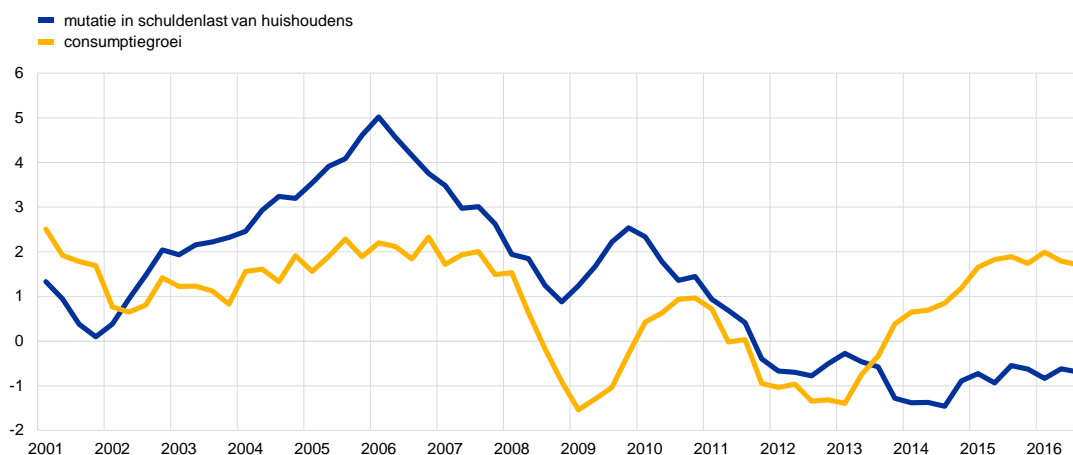


Bronnen: Bloomberg Finance L.P., Eurostat en berekeningen van de ECB.

### Grafiek D

#### Schuldenlast van huishoudens en consumptie

(procentpunten en procenten; mutatie op jaarbasis gebaseerd op kwartaalcijfers)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De schuldenlast van huishoudens wordt gedefinieerd als de verhouding kredietverlening aan huishoudens/bruto nominaal besteedbaar inkomen van huishoudens.

Een andere factor die bijdraagt aan de houdbaarheid van het huidige herstel is het feit dat de huidige consumptie-gedreven groei niet gepaard gaat met een stijging van de schuldenlast van huishoudens (gedefinieerd als de verhouding kredietverlening aan huishoudens/bruto nominaal besteedbaar inkomen van huishoudens). In tegenstelling tot de periode voorafgaand aan de crisis gaat de consumptiegroei in het eurogebied gepaard met een geleidelijke afname van de

schuldenlast van huishoudens (zie Grafiek D). Dit onderstreept de duurzaamheid en veerkracht van het consumptie-gedreven economische herstel.

Naast dat het herstel grotendeels wordt gedreven door de consumptie wordt het ook steeds breder gedragen omdat de steun van de binnenlandse bestedingen geleidelijk aantrekt, gestimuleerd door het zeer accommoderende monetaire beleid van de ECB. De groei van de bruto-investeringen in vaste activa was goed voor bijna een derde van de cumulatieve bbp-groei tussen het tweede kwartaal van 2013 en het derde kwartaal van 2016.

Tegelijkertijd vlakke de uitvoergroei af in 2016 vanwege de zwakke buitenlandse vraag bij verhoogde mondiale onzekerheid, terwijl het positieve effect van de eerdere depreciatie van de euro geleidelijk verdampte. De steun voor de economische bedrijvigheid van de relatief lage olieprijsen en de depreciatie van de euro in 2014-2015 ebde weg in 2016 tegen de achtergrond van de ruwweg stabiele effectieve wisselkoers van de euro. Er zijn daarentegen ook signalen van een wat sterker mondiaal economisch herstel, waardoor de uitvoer naar buiten het eurogebied naar verwachting aantrekt in lijn met de opleving in de buitenlandse vraag om zo bij te dragen aan de stevigheid van de economische groei.

Over het geheel genomen wordt de houdbaarheid van het huidige economische herstel gesteund door stijgende werkgelegenheid, de aanhoudende schuldafbouw door huishoudens en de verbreding van de aanjagende factoren voor de economische groei.

---

## 1.4 Prijs- en kostenontwikkelingen

In 2016 werd de totale inflatie in het eurogebied, gemeten naar de geharmoniseerde consumptieprijsindex (HICP), grotendeels bepaald door de ontwikkeling van de energieprijzen. Als gevolg daarvan was de totale inflatie in de eerste maanden van 2016 laag of zelfs negatief, om weer te stijgen toen de nadelige effecten van de energieprijzen wegebden. De onderliggende inflatie, gemeten naar de HICP-inflatie met uitzondering van energie en voedingsmiddelen, liet echter geen opwaartse ontwikkeling zien en bleef gedurende het hele jaar schommelen tussen 0,7% en 1,0%.

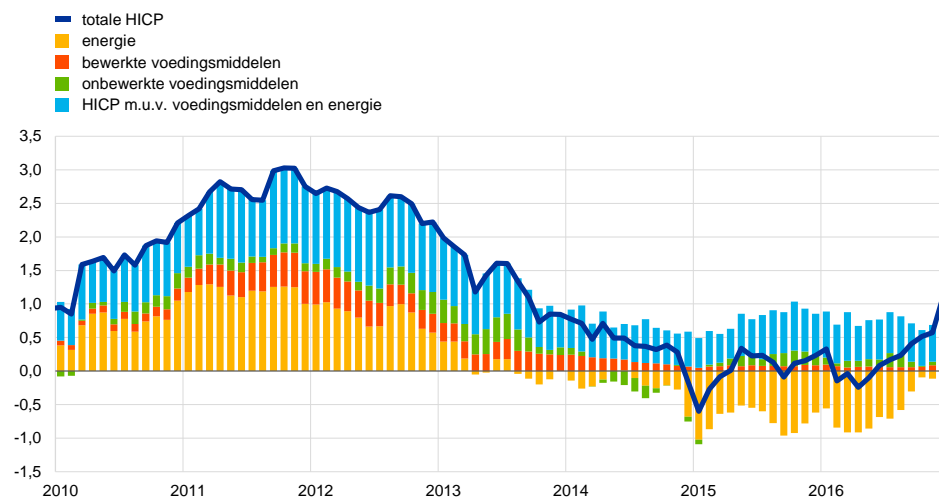
### Totale inflatie grotendeels bepaald door energieprijzen

De totale HICP-inflatie in het eurogebied, die in 2015 0,0% bedroeg, steeg in 2016 naar gemiddeld 0,2%. Het beeld van de HICP-inflatie werd vooral bepaald door de energieprijzen (zie Grafiek 13). De totale inflatie was negatief in het voorjaar, maar nam daarna stapsgewijs toe om in december meer dan 1,25 procentpunt hoger uit te komen ten opzichte van het dieptepunt in april.

### Grafiek 13

#### HICP-inflatie en bijdragen van de componenten

(mutaties in procenten per jaar en bijdrage in procentpunten)



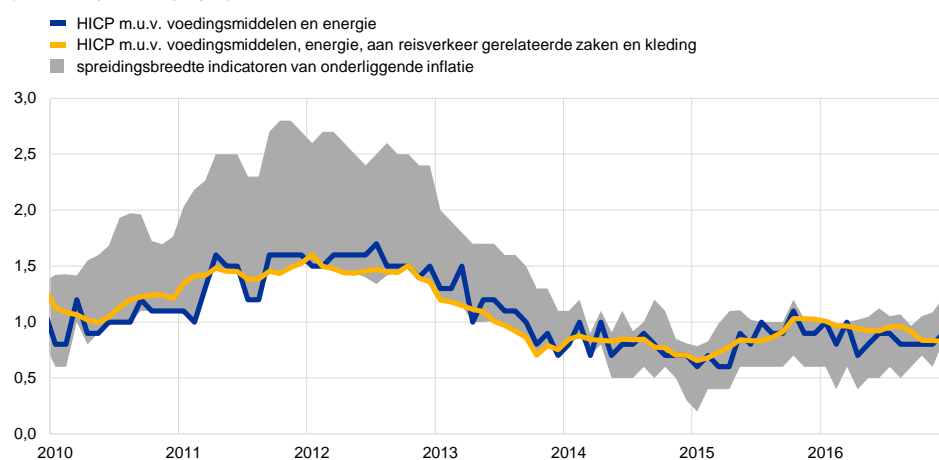
Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Verschillende alternatieve indicatoren voor de onderliggende inflatie lieten daarentegen geen duidelijke opwaartse signalen zien (zie Grafiek 14). De HICP-inflatie ongerekend energie en voedingsmiddelen bleef gedurende het jaar schommelen tussen 0,7% en 1,0%. Het uitblijven van enige opwaartse ontwikkeling van de onderliggende inflatie was gedeeltelijk te wijten aan het indirecte effect van eerdere scherpe dalingen in de prijs van olie en andere grondstoffen, die zich altijd pas met enige vertraging manifesteren. Van meer belang was dat de binnenlandse kostendruk – met name als gevolg van loonstijgingen – eveneens bescheiden bleef (zie Kader 3 voor verdere details).

### Grafiek 14

#### Indicatoren van de onderliggende inflatie

(mutaties in procenten per jaar)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De volgende factoren zijn meegenomen in de spreidingsbreedte van onderliggende maatstaven: HICP m.u.v. energie; HICP m.u.v. onbewerkte voedingsmiddelen en energie; HICP m.u.v. voedingsmiddelen en energie; HICP m.u.v. voedingsmiddelen, energie, aan reizen gerelateerde artikelen en kleding; getrimd gemiddelde (10%); getrimd gemiddelde (30%); mediane HICP en een maatstaf gebaseerd op een dynamisch factormodel. De meest recente waarnemingen betreffen november 2016.

Als we kijken naar de belangrijkste HICP-componenten dan leverde de energie-inflatie een negatieve bijdrage van gemiddeld -0,5 procentpunt aan de totale inflatie in 2016. Dit was met name het gevolg van het verloop van de olieprijsen uitgedrukt in euro, die vooral van invloed zijn op de consumptieprijsen voor vloeibare brandstoffen. Op de consumptieprijsen voor gas werkt dit effect minder direct en minder sterk door, en met een grotere vertraging.<sup>14</sup>

De voedingsmiddeleninflatie, die over 2015 gestegen was tot 1,4% in het laatste kwartaal van dat jaar, daalde in 2016 naar gemiddeld 1,0%. Deze daling, evenals de schommelingen gedurende het jaar, was vooral het gevolg van ontwikkelingen in de prijzen van onbewerkte voedingsmiddelen, met name groente en fruit. De ontwikkelingen lieten vooral overgangseffecten zien, zoals een aanzienlijke weersgerelateerde stijging in juli en augustus, gevolgd door een sterke neerwaartse correctie in september en oktober. De prijzen van bewerkte voedingsmiddelen bleven min of meer stabiel gedurende het jaar.

De jaarlijkse mutatie van de prijzen van niet-industriële goederen steeg aanvankelijk naar 0,7% in januari en februari, maar daalde vervolgens weer om van augustus tot december 0,3% te bedragen. De daling werd ingegeven door de prijzen van duurzame en semi-duurzame consumptiegoederen, de twee industriële goederencomponenten uitgezonderd energie met de hoogste invoerintensiteit, waardoor deze waarschijnlijk gevoeliger zijn voor de appreciatie van de nominale effectieve wisselkoers van de euro sinds het voorjaar van 2015. De prijzen van niet-duurzame consumptiegoederen bleven over het geheel genomen onveranderd.

In dit opzicht bleef de druk op het productieproces in 2016 aan de lage kant. De importprijzen daalden op jaarbasis aanzienlijk in 2015 en zijn sinds het begin van 2016 negatief, voornamelijk als direct gevolg van de nominale effectieve wisselkoers van de euro (zie Grafiek 15). De binnenlandse producentenprijsinflatie in de consumptiegoederenindustrie ongerekend voedingsmiddelen bewoog zich het gehele jaar rondom de nullijn. De producentenprijzen voor halffabricaten laten zien dat de prijzen van ruwe olie en andere grondstoffen aan het begin van de prijsketen een aanzienlijk effect hebben, en doorwerken op de rest van de keten (wat is af te zien aan de prijzen voor consumptiegoederen).

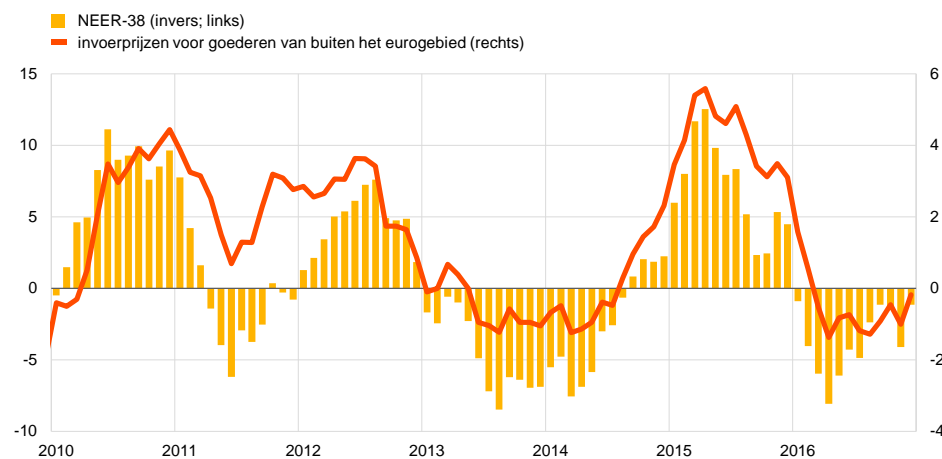
---

<sup>14</sup> Zie het kader "Olieprijzen en consumptieprijsen voor energie in het eurogebied", *Economisch Bulletin* Nummer 2, ECB, 2016.

## Grafiek 15

### Wisselkoersbeloop en importprijzen voor consumptiegoederen m.u.v. voedingsmiddelen

(mutaties in procenten per jaar)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen november 2016 voor de NEER-38 en oktober 2016 voor de importprijzen.

NEER-38 is de nominaal effectieve wisselkoers van de euro ten opzichte van de valuta's van 38 van de belangrijkste handelspartners van het eurogebied.

De prijsinflatie in de dienstensector bleef gedurende 2016 zweven rond de 1,1%, ver beneden het langetermijngemiddelde. Producten in de dienstensector van de HICP worden doorgaans in het eigen land vervaardigd, wat betekent dat dienstenprijzen nauwer verbonden zijn met de ontwikkeling van de binnenlandse vraag en de arbeidskosten. De gematigde ontwikkelingen zijn dan ook waarschijnlijk het gevolg van de nog steeds aanzienlijke ruimte op de product- en arbeidsmarkten in het eurogebied.

## Binnenlandse kostendruk blijft gematigd

De aan arbeidskosten gerelateerde binnenlandse kostendruk bleef in de eerste drie kwartalen van 2016 gematigd.

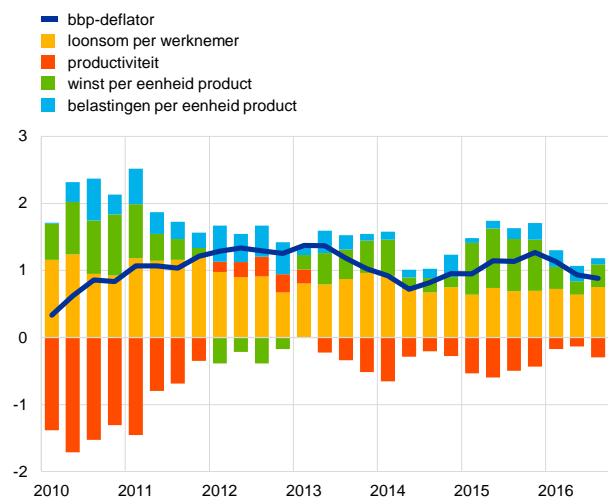
De groei van de loonsom per werknemer en de arbeidskosten per eenheid product kwamen in de eerste drie kwartalen van 2016 uit op een gemiddelde van respectievelijk 1,3% en 0,9% (zie Grafiek 16). De lichte stijging van de arbeidskosten per eenheid product ten opzichte van 2015 was vooral het gevolg van een daling van de groei van de arbeidsproductiviteit, terwijl de loonsom per werknemer laag bleef. Factoren die de bescheiden loondruk verklaren zijn onder meer de grote onbenutte arbeidsmarktcapaciteit, de structurele hervormingen van de arbeids- en productmarkten van de afgelopen jaren die in sommige landen hebben geleid tot grotere neerwaartse loonflexibiliteit, en lage inflatie.<sup>15</sup>

<sup>15</sup> Zie het kader "[Recent wage trends in the euro area](#)", *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2016.

## Grafiek 16

### Uitsplitsing van de bbp-deflator

(mutaties in procenten per jaar en bijdrage in procentpunten)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

De binnenlandse kostendruk voortvloeiend uit winstontwikkeling (afgemeten aan het bruto exploitatieoverschot) was in 2016 iets lager ten opzichte van 2015. Dit zou erop kunnen wijzen dat de opstuwende effecten van ruilvoetverbeteringen gekoppeld aan lage olieprijsen, die in 2015 bepalend waren voor de winstgroei, langzamerhand afnamen naarmate de olieprijsen zich herstelden van de dieptepunten aan het begin van 2016.<sup>16</sup> Hierdoor was de winst per eenheid product de belangrijkste oorzaak van de lichte afname van de bbp-deflator vanaf het laatste kwartaal van 2015 tot het derde kwartaal van 2016.

## Langetermijn-inflatieverwachtingen gestabiliseerd

De op enquêtes gebaseerde langetermijn-inflatieverwachtingen stabiliseerden zich in 2016. Uit de

Survey of Professional Forecasters bleek voor alle kwartalen van 2016 een inflatieverwachting vijf jaar vooruit van 1,8%, terwijl de inflatievooruitzichten voor de langere termijn in oktober 2016 volgens Consensus Economics iets hoger uitkwamen, op 1,9%. De inflatieverwachtingen voor vijfjaars inflatieswaps bereikten in juli een historisch dieptepunt, waarna ze zich weer herstelden. De marktgebaseerde langetermijn-inflatieverwachtingen bleven het hele jaar beneden de van enquêtes afgeleide verwachtingen.

## Kader 3

### Ontwikkelingen in de onderliggende inflatie: de rol van de loondynamiek

De onderliggende inflatie liet ook in 2016 geen overtuigende opwaartse beweging zien. Dit Kader bespreekt enkele factoren die mogelijk een dempende invloed hebben gehad op de inflatieontwikkeling, in het bijzonder de rol van de lonen.

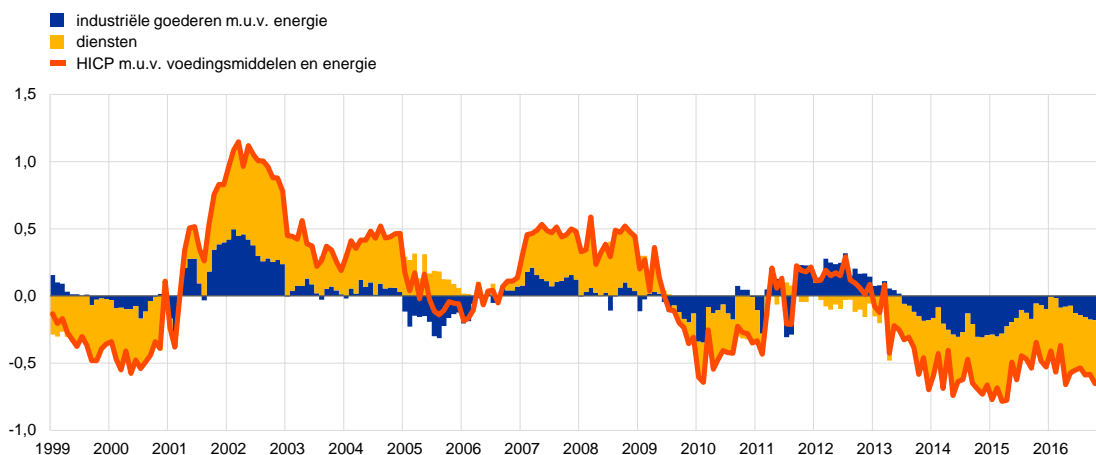
In 2016 bleef de HICP-inflatie met uitzondering van voedingsmiddelen en energie bewegen tussen de 0,7% en 1,0%, ruim beneden het historisch gemiddelde (zie Grafiek A). Deze ontwikkeling werd voornamelijk veroorzaakt door de blijvend lage dienstenprijsinflatie, maar werd nog versterkt door de hernieuwde neerwaartse beweging van de prijzen van niet-industriële goederen met uitzondering van energie, na het lichte herstel van 2015 en begin 2016. Dit kan weer voor een deel worden verklaard door het indirecte neerwaartse effect van de lage olie- en overige grondstoffenprijzen op de inputprijzen voor de productie van specifieke diensten (bijvoorbeeld transport) en consumptiegoederen (bijvoorbeeld farmaceutische producten). Daarbij werden de prijzen van rechtstreeks ingevoerde consumptiegoederen gedempt door de mondiale gematigde prijsdynamiek.

<sup>16</sup> Zie het kader "Wat verklaart de recente ont koppeling tussen de bbp-deflator van het eurogebied en de HICP m.u.v. energie en voedingsmiddelen?", *Economisch Bulletin*, Nummer 6, ECB, 2016.

## Grafiek A

### Afwijking van het langetermijngemiddelde van de HICP met uitzondering van voedingsmiddelen en energie en bijdrage van de belangrijkste componenten

(mutaties in procenten per jaar en bijdragen in procentpunten)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De rode lijn toont de afwijking van het langetermijngemiddelde van het groeitempo op jaarbasis van de de geharmoniseerde consumptieprijsindex met uitzondering van voedingsmiddelen en energie (1,4% sinds 1999). De bijdragen worden weergegeven als afwijkingen van het langetermijngemiddelde.

De belangrijkste oorzaken voor de zwakke onderliggende inflatie zijn echter te vinden in de gematigde binnenlandse prijs- en kostenontwikkelingen. De lonen bepalen een groot gedeelte van de inputkosten, vooral in de meer arbeidsintensieve dienstensector. Een verandering in de nominale loongroei zet bedrijven echter niet noodzakelijkerwijs onder druk om de prijzen aan te passen, bijvoorbeeld als deze mutatie werd ingegeven door een verandering in arbeidsproductiviteit. Daarom is het vaak goed om de ontwikkelingen in de loonkosten per eenheid product te betrekken in het beoordelen van kostendruk. De loonkosten per eenheid product worden berekend als het verschil tussen nominale loongroei en de veranderingen in arbeidsproductiviteit. Bovendien kunnen bedrijven na een verandering in de loonkosten per eenheid product ook besluiten om hun winstmarges aan te passen in plaats van hun prijzen. Wanneer de kortetermijnontwikkelingen als gevolg van productiviteitsveranderingen buiten beschouwing worden gelaten dan lijkt de dynamiek van de loonkosten per eenheid product de afgelopen tijd gelijke tred te hebben gehouden met die van de loonkosten.<sup>17</sup>

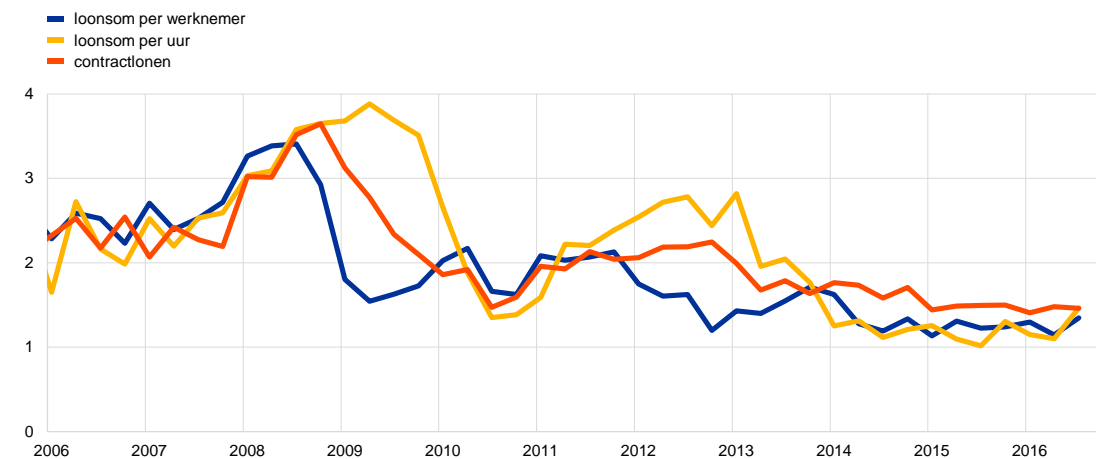
Gemeten naar de verschillende indicatoren bleef de loongroei in 2016 bescheiden. Vooral de stijging van de CAO-lonen bleef zich rond historisch lage jaarpercentages bewegen en de groei van de lonen per werknemer of per gewerkt uur was zelfs nog lager (zie Grafiek B). Het verschil tussen de CAO-loonstijging en de daadwerkelijke loonstijging duidt op een negatieve incidentele loonstijging, die kan worden gezien als een indicator voor neerwaartse druk op de lonen. Op sectorniveau daalde de loongroei aanzienlijk in zowel de dienstensector als de industrie met uitzondering van de bouwnijverheid. Wat heeft nu de loongroei zo laag gehouden?

<sup>17</sup> Op jaarbasis steeg het groeipercentage van de loonkosten per eenheid product in de eerste drie kwartalen van 2016 in vergelijking met 2015, voornamelijk door de terugvallende groei van de arbeidsproductiviteit. Desondanks bleef de groei van de loonkosten per eenheid product op jaarbasis ruim beneden het historisch gemiddelde. In het huidige klimaat van lage inflatie werd de stijging van de loonkosten per eenheid product echter opgevangen door aanpassing van de winstmarges.

## Grafiek B

### Loongroei in het eurogebied

(mutaties in procenten per jaar)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Een natuurlijke manier om loongroei te meten is het gebruik van een standaard Phillipscurve-model. In dit model worden de lonen bepaald door de inflatieverwachtingen (in dit geval achterwaartse prognoses<sup>18</sup>), productiviteit en het werkloosheidspercentage (zie Grafiek C). Als we kijken naar deze individuele factoren dan lijkt de benedengemiddelde loongroei in 2016 voornamelijk te zijn veroorzaakt door de benedengemiddelde bijdrage van de eerdere inflatie en de hoge werkloosheidsgraad. De noodzaak om zowel de werkloosheid aan te pakken als arbeidsmarkthervormingen door te voeren resulteerde in meer werkgelegenheids- dan beloningsgeoriënteerde loononderhandelingen. Er zijn ook tekenen dat de neerwaartse starheid van de lonen in het eurogebied aan het afnemen is, vooral in landen die een sterke negatieve macro-economische schok hebben doorgemaakt.<sup>19</sup> Het lage inflatiepercentage van de afgelopen jaren heeft de loonontwikkeling mogelijk op verschillende manieren beïnvloed. De druk op loononderhandelingen kan immers minder groot zijn geweest vanwege de stijgende koopkracht van werknemers als gevolg van de lage olieprijs. De productiviteitsgroei heeft recent eveneens een negatieve groeibijdrage gedaan aan de lonen in vergelijking met het langetermijngroei patroon.

Naar verwachting zal het remmende effect van alle bovengenoemde factoren op de loongroei geleidelijk verdampen. Ten eerste zal de onbenutte arbeidsmarktcapaciteit verder krimpen naarmate het economisch herstel doorzet en arbeidsmarkthervormingen helpen om werkgelegenheid te scheppen. Ten tweede lijkt het effect van eerdere olieprijsdalingen ten einde te zijn gekomen, waardoor de inflatie verder zal aantrekken en er een minder sterk remmend effect zal zijn op de loonafspraken. Al met al zal dan de verwachte hogere loondruk doorwerken in de onderliggende inflatie.

<sup>18</sup> Als we de inflatieverwachtingen uit de achterwaartse component bij de verklaring betrekken, voegt dit weinig verklaringskracht toe.

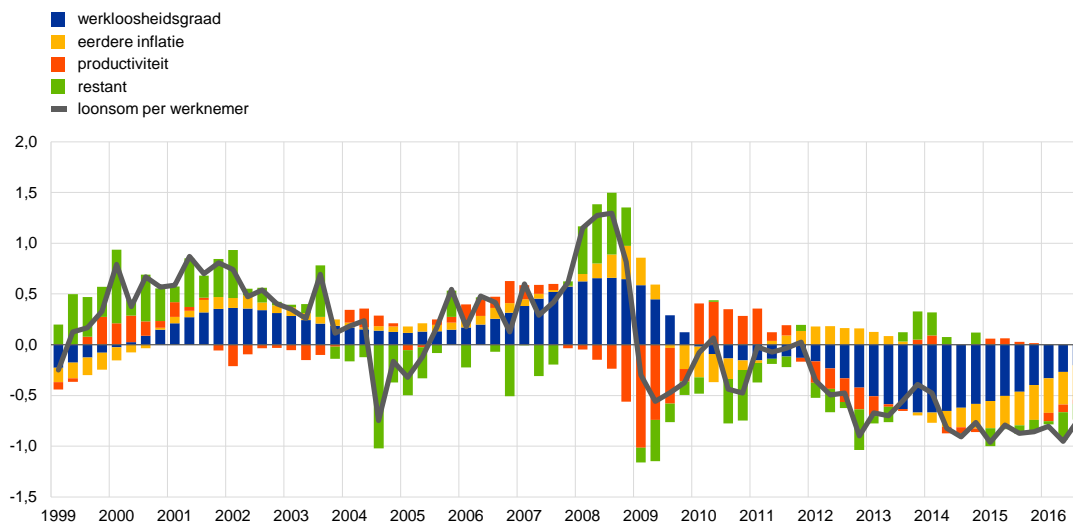
<sup>19</sup> Zie het artikel "New evidence on wage adjustment in Europe during the period 2010-13", *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2016, en Anderton, R. en Bonthuis, B., "Downward Wage Rigidities in the Euro Area", *Research Paper Series*, No 2015/09, Nottingham University Centre for Research on Globalisation and Economic Policy, 2015.



## Grafiek C

### Uitsplitsing van de loongroei op basis van het Phillipscurve-model

(mutaties in procenten per jaar en bijdragen in procentpunten; alle waarden als afwijkingen van hun langetermijngemiddelde)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De grijze lijn toont de afwijking van het langetermijngemiddelde van het groeitemo op jaarbasis in de beloning per werknemer. Bijdragen (inclusief restanten) worden eveneens weergegeven als afwijkingen van hun langetermijngemiddelde. Ze worden berekend op basis van een vergelijking waarbij de beloning per werknemer (de jaar-op-jaar kwartaalgroei van seizoensgecorrigeerde reeksen) wordt geregresseerd tegen zijn eigen vertraging, vertraagde inflatie, productiviteit per werknemer, de vertraagde werkloosheidsgraad en een constante.

## 1.5 Geld- en kredietontwikkelingen

De lage rentetarieven en de effecten van de monetairbeleidsmaatregelen van de ECB bleven de geld- en kredietdynamiek ondersteunen. De geldgroei stabiliseerde zich in 2016 op een robuust niveau, terwijl de kredietgroei zich gestaag bleef herstellen.

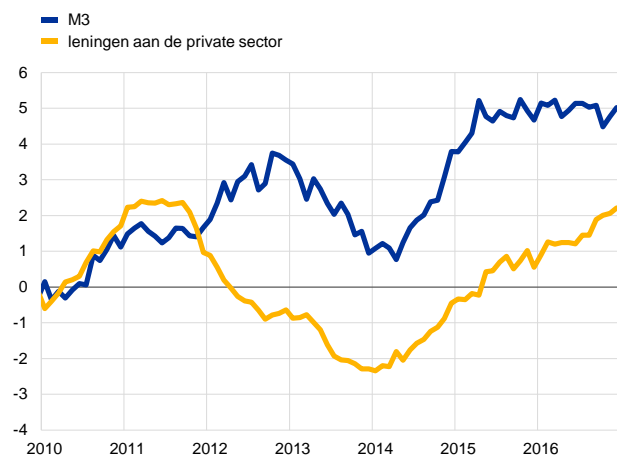
### De geldgroei bleef over de gehele linie stabiel

De geldgroei bleef in 2016 over de gehele linie stabiel, hoewel de M3-dynamiek in de tweede helft van het jaar iets afzwakte (zie Grafiek 17). In december 2016 kwam de groei van M3 op jaarbasis uit op 5,0%, tegen 4,7% eind 2015. De groei van M3 werd ook in 2016 geschaagd door de meest liquide componenten van M3, dankzij de lage alternatieve kosten voor het aanhouden van deze deposito's in een klimaat van zeer lage rentes en een vlakke rendementscurve. De onconventionele maatregelen van de ECB – met name het APP – waren eveneens bepalend voor de monetaire ontwikkelingen in het eurogebied. De sterke groei van M1 als gevolg van de toegenomen groei van girale deposito's aangehouden door huishoudens en niet-financiële ondernemingen (non-financial corporations – NFC's) vlakke iets af na de piek van half 2015 en kwam in december 2016 uit op 8,8%, tegen 10,7% in december 2015.

## Grafiek 17

### M3 en leningen aan de private sector

(mutaties in procenten per jaar)



Bron: ECB.

Wat betreft de andere componenten van M3 droeg het geringe rendement van minder liquide activa bij aan de voortdurende teruggang van de niet-girale kortlopende deposito's (M2 – M1), waardoor de groei van M3 vertraagde. De groei van verhandelbare instrumenten (M3 minus M2), die een gering gewicht in M3 hebben, herstelde zich enigszins, ondersteund door stevige groei van de in geldmarktfondsen aangehouden aandelen/participaties en een toename van de aangehouden kortlopende schuldinstrumenten van banken.

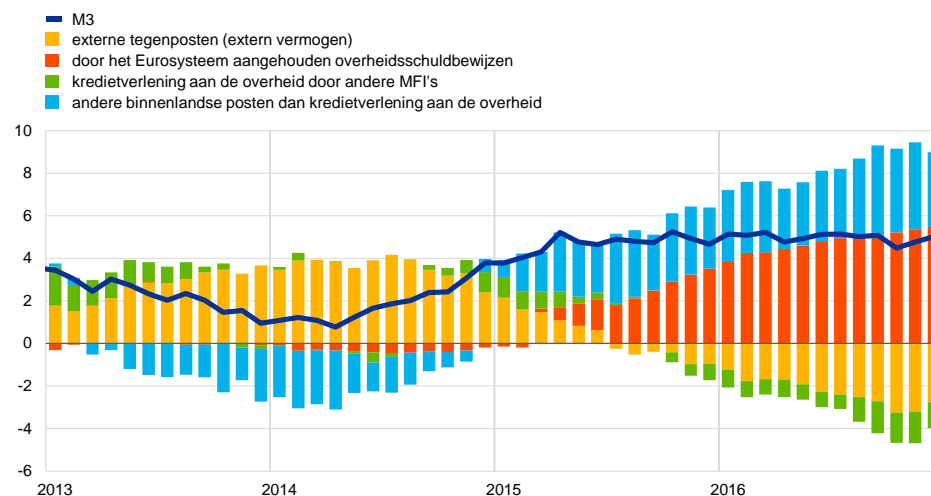
### Geldschepping opnieuw gedreven door binnenlandse bronnen

De binnenlandse posten uitgezonderd kredietverlening aan de overheid leverden een positieve bijdrage aan de groei van M3 in 2016 (zie de blauwe staafjes in Grafiek 18). Enerzijds weerspiegelde dit het geleidelijke herstel van kredietverlening aan de private sector, anderzijds bleef het sterk negatieve jaarlijkse groeipercentage van de langerlopende financiële passiva van MFI's de groei van M3 ondersteunen. Deze ontwikkeling kan deels worden verklaard uit de relatief vlakke rendementscurve die is gekoppeld aan de monetairbeleidsmaatregelen van de ECB, waardoor het voor beleggers minder aantrekkelijk is geworden om langlopende deposito's en bankobligaties aan te houden. Ook de aantrekkelijkheid van gerichte langerlopende herfinancieringstransacties (targeted longer-term refinancing operations – TLTRO's) als alternatief voor langerlopende marktgebaseerde bankfinanciering speelde een rol.

## Grafiek 18

### Tegenposten van M3

(mutaties in procenten per jaar; bijdragen in procentpunten)



Bron: ECB.

Toelichting: De "binnenlandse posten uitgezonderd kredietverlening aan de overheid" omvatten de langerlopende financiële passiva van MFI's (inclusief kapitaal en reserves), MFI-kredieten aan de private sector en andere tegenposten.

De aankoop van schuldpapier in het kader van het programma voor de aankoop van door de publieke sector uitgegeven schuldbewijzen (public sector purchase programme – PSPP) heeft een zeer positieve invloed gehad op de groei van M3 (zie de rode staafjes in Grafiek 18). De bijdrage van kredietverlening aan de overheid door MFI's met uitzondering van het Eurosysteem was daarentegen negatief (zie de groene staafjes in Grafiek 18). Tegelijkertijd was de netto externe positie van de MFI's in het eurogebied (het spiegelbeeld van de via banken afgewikkelde netto externe schuldpositie van niet-MFI's van het eurogebied) de grootste rem op M3-groei op jaarbasis (zie de gele staafjes in Grafiek 18). Deze ontwikkeling weerspiegelde met name de kapitaaluitvoer uit het eurogebied en portefeuilleherschikking ten gunste van beleggingsinstrumenten van buiten het eurogebied. De met het PSPP samenhangende verkoop van overheidsobligaties in het eurogebied door niet-ingezetenen leverde een belangrijke bijdrage aan deze ontwikkeling, aangezien de opbrengsten vooral werden belegd in instrumenten van buiten het eurogebied.

### Kredietgroei bleef zich geleidelijk herstellen

De kredietgroei herstelde zich geleidelijk en weerspiegelde vooral het verloop van de kredietverlening aan de private sector (zie Grafiek 17). Het groeicijfer van de kredietverlening door MFI's aan ingezetenen van het eurogebied nam gedurende het hele jaar toe en kwam in december 2016 uit op 4,7%, tegen 2,3% in december 2015. De dynamiek van kredietverlening, vooral aan NFC's, liet een verbetering zien. De kredietverlening aan NFC's heeft zich aanmerkelijk hersteld na het dieptepunt in het eerste kwartaal van 2014. Deze ontwikkeling werd mogelijk gemaakt door een aanzienlijke daling van de bancaire debetrentes als gevolg van de verdere verlaging van de financieringskosten van banken, die weer verband hield met de niet-conventionele monetairbeleidsmaatregelen van de ECB. De aanhoudende consolidatie van de bankbalansen en het nog altijd hoge niveau van de niet-renderende leningen in enkele landen blijven de groei van de kredietverlening beperken.

Bovendien, zoals de enquête naar de bancaire kredietverlening in het eurogebied van januari 2017 uitwijst, ondersteunen veranderingen in de vraag naar leningen in alle kredietcategorieën een herstel van de kredietgroei, waarbij de kredietverleningscriteria voor bedrijven zich over de gehele linie stabiliseren. Volgens deze enquête zijn de lage rentestand, fusie- en overnameactiviteiten, vennootschappelijke reorganisaties en de vooruitzichten voor de woningmarkt belangrijke aanjagers van de toenemende vraag naar kredieten. In dit kader had het APP per saldo een versoepelend effect op de acceptatiecriteria en met name op de kredietvoorwaarden. Banken gaven aan dat zij de uit het APP en de TLTRO's verkregen additionele liquiditeit aanwenden voor kredietverstrekking en het vervangen van financiering uit andere bronnen. Verder gaven zij aan dat de negatieve rente op de depositofaciliteit van de ECB een positief effect had op de kredietverlening en tegelijkertijd bijdroeg aan krimpende kredietmarges.

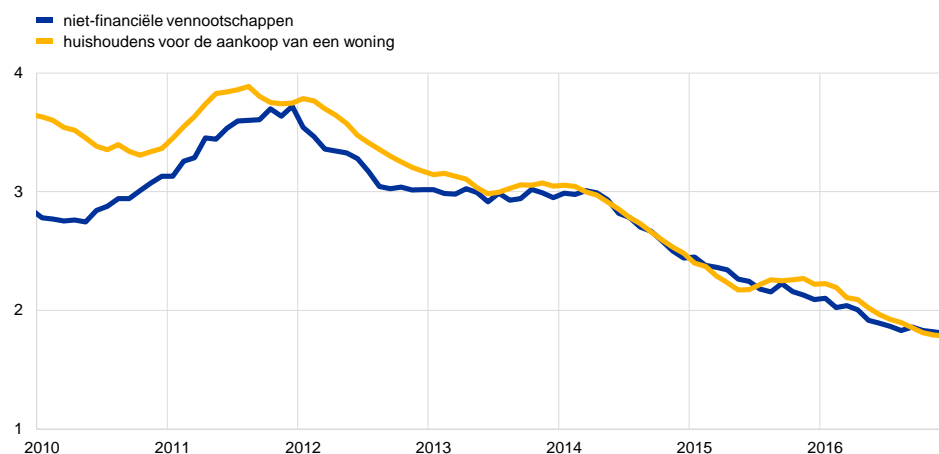
## Bancaire debetrentes voor huishoudens en niet-financiële ondernemingen dalen naar historische dieptepunten

De accommoderende monetairbeleidskoers van de ECB, een sterkere balanssituatie en verminderde fragmentatie op de financiële markten droegen bij aan een afname van de samengestelde financieringskosten van banken naar historische dieptepunten. Sinds juni 2014 berekenen banken de afname van hun financieringskosten door in de vorm van lagere debetrentes (zie Grafiek 19), die eveneens een laagterecord bereikten. Tussen het begin van juni 2014 (toen het verruimingsbeleid van de ECB van kracht werd) en december 2016 zijn de samengestelde bancaire debetrentes voor NFC's en huishoudens zo'n 110 basispunten gedaald. Daarnaast lopen de bancaire debetrente voor niet-financiële ondernemingen en die voor huishoudens tussen de landen opnieuw minder ver uiteen.

### Grafiek 19

#### Samengestelde bancaire debetrente voor niet-financiële ondernemingen en huishoudens

(procenten per jaar)



Bron: ECB.

Toelichting: De samengestelde bancaire debetrente wordt berekend door de korte- en langetermijnrentes te aggregeren aan de hand van een 24-maands voortschrijdend gemiddelde van het totaal aantal nieuwe leningen.

## 1.6 Begrotingsbeleid en structurele hervormingen

Het begrotingstekort van het eurogebied nam in 2016 verder af, voornamelijk dankzij lagere rentelasten en gunstige conjuncturele ontwikkelingen. De begrotingsbeleidskoers in het eurogebied was expansief. De overheidsschuldquote in het eurogebied bleef dalen. In een aantal landen blijft het schuldniveau echter hoog, wat betekent dat verdere budgettaire maatregelen gewenst zijn, evenals een begrotingsbeleid dat groei stimuleert om de overheidsschuldquote stevig terug te dringen. Extra inspanningen om hervormingen door te voeren in het ondernemersklimaat en de regelgeving zouden het groeipotentieel van het eurogebied kunnen versterken. Om de werkgelegenheid te bevorderen, zijn bovendien omvangrijke hervormingen van de arbeidsmarkt noodzakelijk.

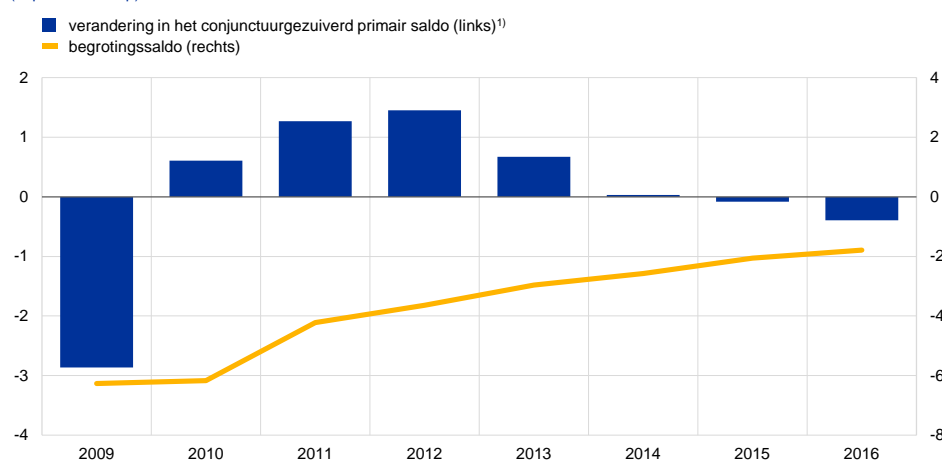
## Begrotingstekorten bleven dalen in 2016

Volgens de door de medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van december 2016 liep het overheidstekort van het eurogebied terug van 2,1% bbp in 2015 tot 1,8% bbp in 2016 (zie Grafiek 20). Deze cijfers komen grotendeels overeen met de economische winterprognose 2017 van de Europese Commissie. De daling van het tekort was het gevolg van lagere rentebetalingen en de gunstige stand van de conjunctuur, die de verslechtering van het conjunctuurgezuiverd primair saldo meer dan goedmaakten. De verbetering van het totale begrotingstekort van het eurogebied weerspiegelde de verbeterde begrotingspositie in de meeste eurolanden.

### Grafiek 20

#### Begrotingssaldo en begrotingsbeleid

(in procenten bbp)



Bronnen: Eurostat en door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van december 2016.  
1) Verandering in het conjunctuurgezuiverd primair saldo exclusief de budgettaire invloed van de overheidssteun aan de financiële sector.

De begrotingskoers binnen het eurogebied, die is af te meten aan de verandering in het conjunctuurgezuiverd primair saldo exclusief de budgettaire invloed van de overheidssteun aan de financiële sector, was in 2016 expansief (zie Grafiek 20).<sup>20</sup> Dit was vooral het gevolg van discretionaire begrotingsmaatregelen aan de inkomstenkant, zoals verlaging van de directe belastingen in een aantal eurolanden. Daarnaast lieten de socialezekerheidsbijdragen en intermediaire consumptieve bestedingen een relatief dynamische groei zien. Er zijn aanwijzingen dat een aantal landen een deel van de uitgespaarde rente heeft aangewend om de primaire bestedingen te verhogen in plaats van de overheidsschuld terug te dringen of buffers op te bouwen. De instroom van vluchtelingen had een minder groot effect op de overheidsfinanciën dan in het jaar ervoor.

<sup>20</sup> Zie het artikel "The euro area fiscal stance", *Economisch Bulletin*, Nummer 4, ECB, 2016 voor een bespreking van het begrip 'begrotingskoers binnen het eurogebied'. Het is niet eenvoudig om de juistheid van de begrotingskoers binnen het eurogebied te bepalen. Verschillende doelstellingen moeten worden afgewogen om een dergelijke beoordeling te kunnen maken, zoals duurzaamheids- en stabiliteitsdoelstellingen, en ook meetproblemen, in het bijzonder met betrekking tot de output gap, moeten hierin worden meegenomen.

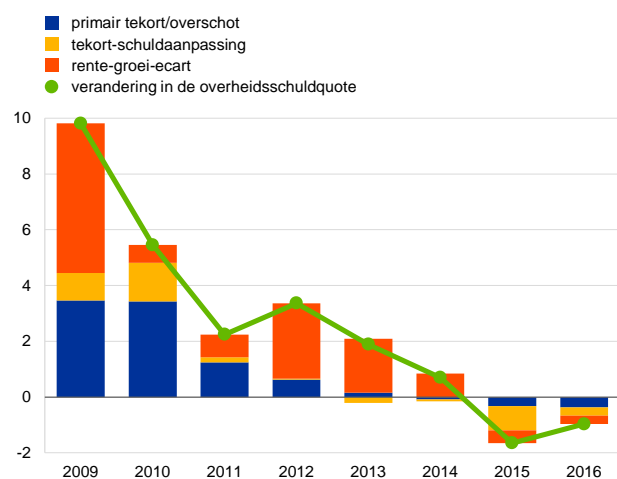
## De overheidsschuldquote in het eurogebied bleef dalen

De overheidsschuldquote in het eurogebied bleef dalen in de periode na het hoogtepunt van 2014: van 90,4% in 2015 tot 89,4% in 2016, volgens de door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van december 2016. Deze positieve ontwikkeling werd in min of meer evenredige mate ondersteund door de volgende drie factoren: (i) gunstige ontwikkelingen van de rentegroei-ecart tegen de achtergrond van lage rentes en economisch herstel; (ii) kleine primaire overschotten; en (iii) negatieve tekort-schuldaanpassingen (zie Grafiek 21).

### Grafiek 21

#### Stuwende krachten achter het verloop van de overheidsschuld

(mutaties in procenten bbb)



Bronnen: Eurostat en door medewerkers van het Eurosysteem samengestelde macro-economische projecties van december 2016.

In enkele landen is de overheidsschuld echter nog steeds hoog en blijft deze zelfs toenemen. Dit is een zorgelijke ontwikkeling, aangezien een hoge overheidsschuld de economie kwetsbaarder maakt voor macro-economische schokken en instabiliteit op de financiële markten. Daardoor is er weinig ruimte voor begrotingsbeleid om dergelijke schokken op te vangen.<sup>21</sup> Landen met een hoge overheidsschuldquote zouden er dan ook alles aan moeten doen om de overheidsschuld naar beneden te dringen en volledig te voldoen aan de eisen van het Stabiliteits- en Groeipact (SGP). Het beperken van risico's voor de houdbaarheid van de schuld is ook cruciaal in het licht van de aanzienlijke uitdagingen op de lange termijn in verband met de vergrijzing, die de kosten voor pensioenen, gezondheidszorg en langdurige zorg omhoog stuwt. Het gezondheidszorgrapport van de Europese Commissie van 2016 heeft de belangrijkste noodzakelijke hervormingen in de EU-landen om de kosten voor gezondheidszorg en langdurige zorg te drukken, in kaart gebracht.<sup>22</sup>

## De beschikbare begrotingsruimte verschilt van land tot land

Verdere begrotingsconsolidatie is voor een aantal landen noodzakelijk in verband met de houdbaarheid van hun begrotingen. Andere landen, die volledig voldoen aan de eisen van het SGP, hebben meer speelruimte op dit gebied. Het SGP is tot op zekere hoogte flexibel, wat de aanpak van stabiliseringsbehoeften op nationaal niveau kan bevorderen, en biedt enige speelruimte op bijvoorbeeld het gebied van overheidsinvesteringen en de kosten voor structurele hervormingen.

<sup>21</sup> Zie het artikel "Government debt reduction strategies in the euro area", *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2016.

<sup>22</sup> Zie het "Joint report on health care and long-term care systems and fiscal sustainability", Institutional Paper 37, Europese Commissie, oktober 2016.

De omvang van de begrotingsruimte en hoe deze wordt ingevuld, verschilt per land. Sommige landen, zoals Duitsland, gebruiken hun begrotingsruimte om de aanzienlijke budgettaire weerslag van de vluchtelingeninstroom op te vangen. Landen zonder begrotingsruimte waren echter gedwongen om begrotingsmaatregelen te nemen om te kunnen voldoen aan de eisen van het SGP. Sommige landen, zoals Italië, Letland en Litouwen, maakten gebruik van de flexibiliteit van het SGP, dat hogere tekorten toestaat met betrekking tot overheidsinvesteringen, pensioenhervormingen en structurele hervormingen.

Om hun begrotingsruimte optimaal te benutten, zouden landen hun beleid moeten richten op overheidsinvesteringen die een duurzame bijdrage aan de economie op de middellange termijn kunnen leveren. Hoewel de omvang van de macro-economische effecten met onzekerheid is omgeven, valt het te verwachten dat overheidsinvesteringen een positief effect op consumptie zullen hebben en de potentiële productie zullen verhogen door een vergroting van de openbare kapitaalvoorraad.<sup>23</sup>

Bovendien dienen de landen te streven naar een groeivriendelijker samenstel van begrotingsbeleid om economische stabiliteit te ondersteunen. Aan de uitgavenkant vormen evaluaties van de bestedingen een veelbelovende mogelijkheid om zicht te krijgen op aanspraken die niet noodzakelijkerwijs tot welvaartsstijging leiden en om tot een efficiënter gebruik van overheidsgeld te komen. Belangrijke hervormingsterreinen aan de opbrengstenkant zijn het verbeteren van de groeivriendelijkheid van het belastingstelsel en het terugdringen van belastingontduiking in een aantal landen. Met name een verkleining van de belastingwag op arbeid, dat wil zeggen de belastingdruk op arbeidsinkomen door inkomstenbelasting en sociale premies, kan een positief effect hebben op de economische groei en de werkgelegenheid.<sup>24</sup>

## Gemengd beeld van de opvolging van EU-begrotingsregels

Landen moeten ervoor zorgen dat zij volledig voldoen aan de bepalingen van het SGP en dat zij de risico's met betrekking tot de houdbaarheid van hun schulden tijdig bijsturen. In 2016 gaven de eurolanden op dat gebied een gemengd beeld te zien. Een striktere handhaving van de begrotingsregels zou goed zijn geweest voor de geloofwaardigheid van het SGP.

De begrotingsconsolidatie boekt vooruitgang, waardoor enkele landen de buitensporigtekortprocedure (Excessive Deficit Procedure - EDP) achter zich konden laten. Zo werd de EDP binnen de gestelde termijn afgerond door Ierland en Slovenië, en door Cyprus zelfs een jaar eerder dan de deadline. Van de eurolanden

<sup>23</sup> Zie het artikel "Public investment in Europe", *Economisch Bulletin*, Nummer 2, ECB, 2016.

<sup>24</sup> Zie bijvoorbeeld Attinasi *et al.*, "Budget-neutral labour tax wedge reductions: a simulation-based analysis for selected euro area countries", Discussion Paper nr. 26, Deutsche Bundesbank, 2016.

vielen aan het begin van 2017 alleen nog Frankrijk, Spanje en Portugal onder de correctieve arm van het SGP.<sup>25</sup>

Niettemin heeft de Europese Commissie voor een aantal eurolanden een forse consolidatiekloof ten aanzien van de SGP-vereisten vastgesteld voor 2016 en daarna, maar dit heeft niet geleid tot een materiële aanscherping van de procedures in het SGP.<sup>26</sup> In verband met de landspecifieke aanbevelingen van mei 2016 heeft de Commissie bijvoorbeeld de schending van het schuld criterium door België, Italië en Finland in 2015 onderzocht. Op basis van de beoordeling van de kwantitatieve schuldregel en de relevante factoren zoals uiteengezet in het SGP, besloot de Commissie om geen EDP te initiëren. En hoewel Spanje en Portugal hebben nagelaten om adequate maatregelen te nemen, nam de Raad in augustus 2016 de aanbeveling van de Commissie over om geen boetes op te leggen. In plaats daarvan kreeg Spanje twee jaar uitstel van de EDP-deadline tot 2018 en werd de vereiste aanpassing bovendien aanzienlijk naar beneden bijgesteld. Portugal, dat in 2015 zuchtte onder de begrotingskosten voor de ondersteuning van de financiële sector kreeg één jaar uitstel van de EDP-deadline, tot 2016. Daarnaast heeft de Commissie geen voorstel gedaan om delen van de Europese structurele en beleggingsfondsen op te schorten.

Op 16 november 2016 publiceerde de Europese Commissie haar beoordeling van de ontwerpbegrotingen voor 2017. Zes landen onder de preventieve arm, namelijk België, Italië, Cyprus, Litouwen, Slovenië en Finland, liepen het risico om niet te voldoen aan de eisen van het SGP.<sup>27</sup> Bij de landen onder de correctieve arm bleken Frankrijk en - na overlegging van een herziene ontwerpbegroting ook Spanje - over het geheel genomen te voldoen aan de vereisten van het SGP. Voor Portugal werd een - zij het minimale - overschrijding van de drempel voor significante afwijkingen verwacht. De Eurogroep bepaalde op 5 december 2016 dat lidstaten die achterbleven in de correctieve arm van het SGP ervoor moeten zorgen hun buitensporig tekort tijdig te corrigeren, vervolgens een passende convergentie naar de begrotingsdoelstellingen voor de middellange termijn te realiseren en de schuldregel na te leven.<sup>28</sup>

## Gezondere instellingen zijn essentieel voor grotere potentiële groei

Hoewel het economisch herstel doorzet, zijn er op het gebied van groei in het eurogebied nog steeds structurele uitdagingen voor de middellange tot lange termijn. De zwakke productiviteitsverbetering, hoge schuld niveaus en structurele werkloosheid belemmeren een sterkere economische groei en vragen om een op de

<sup>25</sup> Griekenland valt onder een financieel bijstandsprogramma en is daarom niet onderworpen aan de begrotingstoezichtbeoordelingen voor het SGP.

<sup>26</sup> Zie het kader "Landspecifieke aanbevelingen voor het begrotingsbeleid in het kader van het Europees Semester 2016", *Economisch Bulletin*, Nummer 4, ECB, 2016.

<sup>27</sup> Zie het persbericht van de Europese Commissie van 16 november 2016. Zie voor een analyse van de beoordeling door de Commissie het kader "Beoordeling van de ontwerpbegrotingsplannen voor 2017 en de begrotingssituatie in het eurogebied als geheel", *Economisch Bulletin*, Nummer 8, ECB, 2016.

<sup>28</sup> Zie de verklaring van de Eurogroep van 5 december 2016.

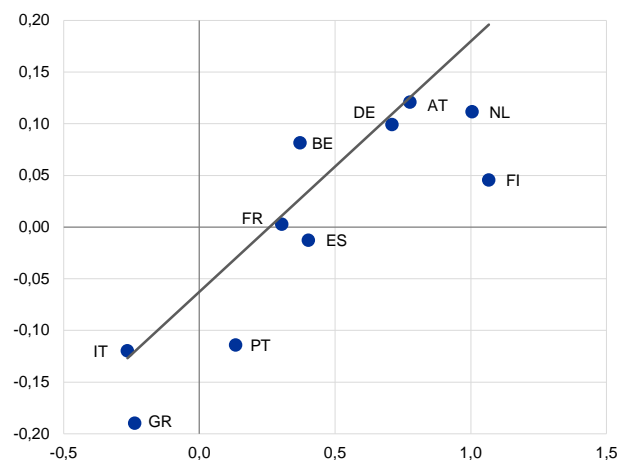


aanbodzijde van de economie gericht beleid. Er zijn duidelijke aanwijzingen dat zwakke trendmatige groei van het bbp en de werkgelegenheid gepaard gaan met kwalitatief minder hoogwaardige nationale instellingen (bijvoorbeeld op het gebied van de beheersing van corruptie en de rechtsorde) en met rigide arbeids- en productmarktstructuren.<sup>29</sup> Solide instellingen en economische structuren zijn zelfs essentieel voor de stabiliteit en langetermijnwelvaart in het eurogebied (zie Grafiek 22).<sup>30</sup>

## Grafiek 22

### Verband tussen instellingen en groei in Europa

(x-as: institutionele kwaliteit in 1999; y-as: feitelijke – verwachte groei 1999-2016)



Bronnen: CPB, Wereldbank en berekeningen van de ECB.  
 Toelichting: Institutionele kwaliteit wordt gemeten als het gemiddelde van de zes wereldwijde governance-indicatoren (Worldwide Governance Indicators - WGI) van de Wereldbank (invloed en verantwoording, effectiviteit van de overheid, rechtsorde, kwaliteit van regelgeving, corruptiebeheersing en politieke stabiliteit en afwezigheid van geweld). De verwachte groei op de y-as is de uitkomst van een eenvoudige inhaalregressie, waarbij de gemiddelde bbp-groei per hoofd tussen 1999 en 2016 alleen afhangt van het niveau van bbp-groei per hoofd in 1999 en een constante.

Sommige indicatoren lijken erop te wijzen dat de hervormingsbereidheid in het eurogebied sterk is afgenomen na 2013 en dat de uitvoeringsgraad van hervormingen is teruggevallen tot het niveau van vóór de crisis.<sup>31</sup> Deze vertraging in hervormingen valt te betreuren, omdat er genoeg voorbeelden zijn van tijdens de crisis geïmplementeerde geloofwaardige, gerichte hervormingen die aanzienlijke voordelen voor de betreffende eurolanden hebben opgeleverd.<sup>32</sup>

De trage tenuitvoerlegging van de hervormingen geeft aanleiding tot bezorgdheid over de vooruitzichten voor de groei en de werkgelegenheid in het eurogebied, en belemmert verdere noodzakelijke verbeteringen van de schokbestendigheid van de Monetaire Unie. Tabel 1 toont de bereikte vooruitgang bij de uitvoering van de landspecifieke aanbevelingen (country-specific recommendations – CSR's) voor 2016. Hieruit blijkt duidelijk dat er slechts op beperkte schaal hervormingen zijn doorgevoerd in de eurolanden. Zo is geen van de CSR's volledig opgevolgd en is in slechts

twee gevallen substantiële vooruitgang geboekt. Toch is er in 2016 in het merendeel van de eurolanden wel enige vooruitgang geboekt in de hervorming van de raamwerkvoorwaarden (verbetering van de efficiëntie van insolventieraamwerken, schuldhierstructurering van de private sector en de toegang tot financiering voor het midden- en kleinbedrijf). Maatregelen op het gebied van structurele begrotingshervormingen bleven gericht op het verkleinen van de belastingwag op arbeid, waarbij een aantal eurolanden maatregelen heeft genomen om de efficiëntie van openbaar bestuur en belastinginning te verbeteren. Op het gebied van

<sup>29</sup> Zie bijvoorbeeld Masuch *et al.*, "Institutions, public debt and growth in Europe", *Working Paper Series*, Nr. 1963, ECB, september 2016.

<sup>30</sup> Zie ook het artikel "Increasing resilience and long-term growth: the importance of sound institutions and economic structures for euro area countries and EMU", *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2016.

<sup>31</sup> Zie bijvoorbeeld het *Going for Growth Interim Report*, OECD, 2016.

<sup>32</sup> Zie bijvoorbeeld het Kader "Recent employment dynamics and structural reforms" in het artikel "The employment-GDP relationship since the crisis", *Economisch Bulletin*, Nummer 6, ECB, 2016, dat laat zien dat landen die hervormingen hebben doorgevoerd de responsiviteit van de werkgelegenheid ten opzichte van het bbp tijdens de herstelfase hebben verbeterd; of het Kader "Episodes of unemployment decline in the euro area and the role of structural reforms" in het artikel "Increasing resilience and long-term growth: the importance of sound institutions and economic structures for euro area countries and EMU", *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2016, dat aantoont dat periodes van werkloosheidsdaling vaak zijn voorafgegaan door een periode van structurele hervormingen.

arbeidsmarkthervorming en concurrentievergroting in de dienstensector was de vooruitgang in de meeste eurolanden aanzienlijk kleiner of zelfs nihil. De hervormingsmaatregelen die wel werden uitgevoerd, waren veelal ongestructureerd. Belangrijke snijvlakken tussen verschillende hervormingsgebieden hebben hierdoor te weinig aandacht gekregen en er zijn kansen gemist om consumptiestimulerende effecten, die kunnen optreden als gevolg van verwachtingen over hogere toekomstige inkomens, volledig te internaliseren.<sup>33</sup>

**Tabel 1**

Beoordeling door de Europese Commissie van de uitvoering van de landspecifieke aanbevelingen voor 2016

Aanbevelingen voor hervormingen	BE	DE	EE	IE	ES	FR	IT	CY	LV	LT	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
1	Orange	Yellow	Yellow	Yellow	Orange	Orange	Yellow	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Dark Red	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange
2	Green	Orange	Orange	Orange	Orange	Green	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange
3	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange
4					Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange
5					Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange



Bron: Europese Commissie.

Toelichting: Griekenland was in 2016 niet in het Europese Semester opgenomen aangezien het onder een economisch aanpassingsprogramma valt. Het land heeft derhalve geen CSR's ontvangen. De volgende categorieën worden gebruikt om de vooruitgang bij de uitvoering van de CSR's voor 2016 te beoordelen. Geen vooruitgang: de lidstaat heeft niet op geloofwaardige wijze maatregelen aangekondigd of goedgekeurd om gevolg te geven aan de CSR's. Beperkte vooruitgang: de lidstaat heeft bepaalde maatregelen aangekondigd, maar deze geven slechts in beperkte mate gevolg aan de CSR, ofwel de lidstaat heeft wetgeving voorgelegd aan het bestuurlijke of wetgevende lichaam, maar deze is nog niet aangenomen terwijl er nog aanzienlijke niet-wetgevende werkzaamheden moeten worden uitgevoerd totdat de CSR's worden uitgevoerd, ofwel de lidstaat heeft voorstellen zonder wetgevend karakter gedaan, maar zonder verdere opvolging in uitvoerende zin die nodig is om gevolg aan de CSR te geven. Enige vooruitgang: de lidstaat heeft maatregelen goedgekeurd waarmee deels aan de CSR gevolg wordt gegeven, ofwel de lidstaat heeft maatregelen goedgekeurd waarmee aan de CSR gevolg wordt gegeven, terwijl er nog flink wat werk moet worden verzet om volledig gevolg aan de CSR te geven aangezien nog maar enkele maatregelen zijn uitgevoerd. Aanzienlijke vooruitgang: de lidstaat heeft maatregelen goedgekeurd die voor een groot deel gevolg geven aan de CSR en de meeste daarvan zijn uitgevoerd. Volledige uitvoering: de lidstaat heeft maatregelen uitgevoerd die nodig zijn om op passende wijze gevolg te geven aan de CSR's. Dit is een overzichtstabel; zie de [webpagina](#) van het Europese semester voor meer informatie over CSR's en de verschillende beleidsterreinen.

Over het algemeen zouden overheden meer werk moeten maken van de invoering van ondernemersvriendelijke hervormingen. Zoals hierboven te zien, zijn er in 2016 enige maatregelen genomen om het ondernemings- en regelgevingsklimaat te verbeteren, maar de vooruitgang op dit gebied in de eurolanden is de afgelopen jaren veel te beperkt geweest om gelijke tred te kunnen houden met wereldwijde best practices. Zoals besproken in Kader 4 is er nog steeds een groot onbenut potentieel aan hervormingen ter stimulering van de productiviteit en werkgelegenheid. Naast maatregelen om de openbare infrastructuur te verbeteren, zouden maatregelen om de efficiëntie van insolventieraamwerken te vergroten en de concurrentie op de producten- en dienstenmarkten te stimuleren, de investeringen en uiteindelijk de totale vraag kunnen opstuwten. In samenhang met deze hervormingsprioriteiten is ook de arbeidsmarkt aan een grondige herziening toe om de flexibiliteit ervan te verbeteren, de scheiding tussen de verschillende

<sup>33</sup> Zie bijvoorbeeld Fernández-Villaverde, J., Guerrón-Quintana, P. en Rubio-Ramírez, J. F., "Supply-Side Policies and the Zero Lower Bound", *IMF Economic Review*, Vol. 62(2), 2014, pp. 248-260.

arbeidscontractvormen te verkleinen en een betere aansluiting te creëren tussen vacatures en vaardigheden. Ook moeten het beleid gericht op de ontwikkeling van menselijk kapitaal en arbeidsmobiliteit en bestaande arbeidsmarktprogramma's worden opgevoerd om de hoge werkloosheid terug te dringen. Grotere efficiëntie van het openbaar bestuur zou de productiviteit verbeteren en de private sector ten goede komen.

Ook op EU-niveau is een hernieuwde impuls voor de uitvoer van hervormingen noodzakelijk. De nieuwe economische governancestructuur die is vastgelegd in het Europese semester van de Commissie zou de uitvoer van hervormingen moeten bevorderen, maar zoals blijkt uit de hierboven beschreven beperkte vooruitgang moet er nog heel veel werk worden verzet. In het Verslag van de vijf voorzitters<sup>34</sup> van 2015 staat bijvoorbeeld dat op de middellange tot lange termijn een meer bindend convergentieproces richting veerkrachtige economische structuren noodzakelijk is. Tegelijkertijd zal het sturen op meer voortgang op het gebied van de Interne Markt om een echte kapitaalmarktunie te realiseren en het afronden van de bankenunie bijdragen aan het opbouwen van een veerkrachtiger en groeigerichter eurogebied.

#### Kader 4

##### Hervormingsprioriteiten voor het bedrijfsklimaat en de productmarkten in het eurogebied

---

Er is ruime gelegenheid voor hervorming in het eurogebied om een meer bedrijfsvriendelijk klimaat te creëren, de insolventiekaders te verbeteren en de concurrentie in de product- en dienstenmarkten te vergroten. Deze hervormingen zijn noodzakelijk om de productiviteit aan te wakkeren, buitenlandse directe investeringen aan te trekken, het ondernemerschap te stimuleren en de investeringen in het eurogebied op te krikken. Het belang van een bedrijfsvriendelijke aanpak werd ook besproken in het investeringsplan voor Europa.<sup>35</sup> Ter aanvulling en nadere uitwerking van enkele van de in dit verslag gepresenteerde ideeën bespreekt dit Kader de hervormingsprioriteiten in het eurogebied, evalueert de stand van zaken en bespreekt benchmarking als mogelijk instrument om de doorvoering van hervormingen te stimuleren.

In een aantal economieën van het eurogebied blijft het zakelijk klimaat ongunstig door de zwaar gereguleerde product- en arbeidsmarkten en inefficiënte insolventiekaders. In het rapport *Doing Business 2017* van de Wereldbank<sup>36</sup> staat geen enkel land uit het eurogebied in de top tien van best presterende landen in het algemene segment. Ook het ondernemingsklimaat in het eurogebied blijft ver verwijderd van dat van de beste presterende landen ter wereld. Insolventieprocedures nemen in het eurogebied bijvoorbeeld gemiddeld iets minder dan twee jaar in beslag, drie maal zo lang als het gemiddelde voor de drie best presterende landen ter wereld. Ook het uitwinnen van een contract neemt in het eurogebied gemiddeld meer dan 600 dagen in beslag, tegen rond de 200 dagen in de drie best presterende landen ter wereld. Bovendien blijft het ondernemingsklimaat

<sup>34</sup> Juncker, J.-C., Tusk, D., Dijsselbloem, J., Draghi, M. en Schulz, M., "De voltooiing van Europa's Economische en Monetaire Unie", Europese Commissie, juni 2015.

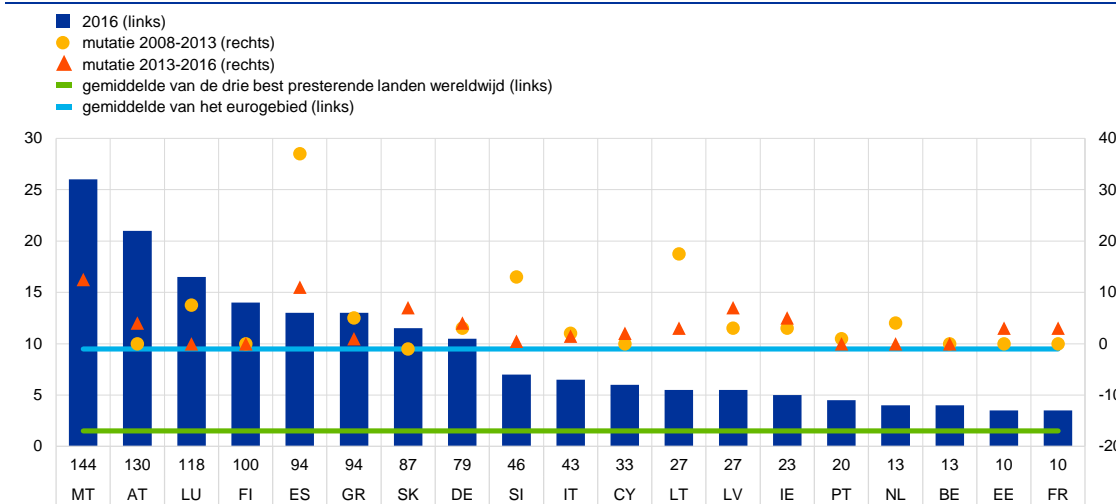
<sup>35</sup> Zie ook de conclusies van de EU-Raad over de derde pilaar van het EU investeringsplan, waarin een aantal knelpunten voor investeringen worden besproken.

<sup>36</sup> Ter illustratie verwijzen wij u naar het overzicht van indicatoren op een aantal gebieden in het rapport *Doing Business 2017* van de Wereldbank. Vergelijkbare conclusies kunnen worden getrokken uit verschillende andere indicatoren (bijvoorbeeld de *sectoral regulation indicators* van de OESO, of de *global competitiveness indicators* van het World Economic Forum).

aanzienlijk verschillen tussen de landen van het eurogebied. Het opzetten van een bedrijf duurt bijvoorbeeld minder dan vier dagen in Estland, terwijl men daar in Malta bijna een maand voor nodig heeft (zie Grafiek A). In Nieuw-Zeeland, de mondiale nummer 1 op dit gebied, is daar minder dan één dag voor nodig. Voor het opzetten van een bedrijf zijn in het eurogebied gemiddeld vijf procedures nodig, variërend van drie in België, Estland, Finland en Ierland tot negen in Duitsland en Malta (zie Grafiek B), terwijl de mondiale nummer 1 hier maar één procedure voor heeft.

## Grafiek A

### Aantal dagen om een bedrijf te starten

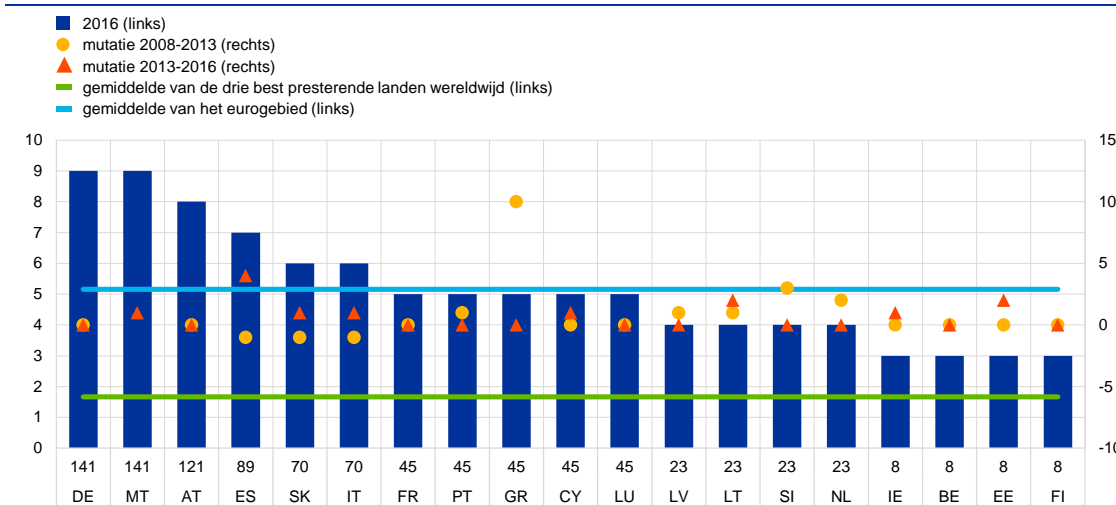


Bronnen: *Doing Business 2017*, Wereldbank, en berekeningen van de ECB.

Toelichting: Links, hoe hoger de waarde, hoe duurder het is om een bedrijf te starten, afgemeten aan de tijd die daarvoor nodig is. Als maatstaf voor de doorgevoerde hervormingen toont de grafiek rechts de mutatie in het benodigde aantal dagen om een bedrijf te starten over de periode 2008-2013 (gele stippen) en 2013-2016 (rode driehoeken). Een verschuiving in de implementatie van hervormingen van meer (minder) dan nul betekent dat een land dichterbij (verder weg) beweegt van de best practice. Het cijfer onder de grafiek toont de huidige plaats op de wereldranglijst van het land. Er zijn geen gegevens beschikbaar voor Malta over 2008.

## Grafiek B

### Aantal procedures om een bedrijf starten



Bronnen: *Doing Business 2017*, Wereldbank, en berekeningen van de ECB.

Toelichting: Links, hoe hoger de waarde, hoe duurder het is om een bedrijf te starten, afgemeten aan de daarvoor benodigde procedures. Als maatstaf voor de doorgevoerde hervormingen toont de grafiek rechts de mutatie in het aantal benodigde procedures bij het starten van een bedrijf over de periode 2008-2013 (gele stippen) en 2013-2016 (rode driehoeken). Een verschuiving in de implementatie van hervormingen van meer (minder) dan nul betekent dat een land dichterbij (verder weg) beweegt van de best practice. Het cijfer onder de grafiek toont de huidige plaats op de wereldranglijst van het land. Er zijn geen gegevens beschikbaar voor Malta over 2008.

Hervormingen ter versterking van het regelgevende kader en de rechtsorde die de sanering van niet-renderende leningen eenvoudiger maken en knelpunten wegnemen voor de toe- en uittreding van bedrijven moeten samen met het aanpakken van extreem gecompliceerde administratieve procedures en inefficiënte insolventiekaders hoog op de Europese hervormingsagenda worden gezet. Zoals besproken in dit Jaarverslag is de implementatie van bedrijfsvriendelijke hervormingen de afgelopen jaren zeer zwak geweest. Dit vraagt om een hernieuwde impuls voor dergelijk beleid.<sup>37</sup> Naast de verschillende maatregelen om de besproken hervormingen in het eurogebied een impuls te geven kan benchmarking eveneens de invoering van hervormingen op het gebied van het bedrijfsklimaat en de productmarkten bevorderen. Structurele indicatoren dienen voornamelijk te worden beschouwd als illustratieve voorbeelden van het bedrijfsklimaat in een bepaald land, maar zij kunnen ook helpen om best practices te identificeren en doelen te stellen en zijn daarom nuttig voor het benchmarkingproces.

---

## 2 Monetair beleid ondersteunt herstel in het eurogebied en zorgt voor een stijging van de inflatie

### 2.1 Meer monetairbeleidsmaatregelen nodig in 2016

#### De verslechterde economische en financiële situatie vereiste aan het begin van het jaar extra aandacht

De tijdens de afgelopen jaren door de ECB genomen monetairbeleidsmaatregelen beoogden het economisch herstel in het eurogebied te ondersteunen en de inflatie terug te laten keren naar een peil van onder, maar dicht bij 2% op middellange termijn. Die maatregelen, met name de gerichte langerlopende herfinancieringstransacties (targeted longer-term refinancing operations - TLTRO's), het APP en de negatieve rente op de depositofaciliteit, werden in diverse stappen ten uitvoer gelegd en bleken uitermate efficiënt bij het ondersteunen van het herstel en het afwenden van desinflatoire druk. Tegenwind in 2016 zorgde evenwel voor uitstel in het convergeren van de inflatie naar niveaus die in overeenstemming waren met de doelstelling van de Raad van Bestuur. Daardoor waren in de loop van het jaar nieuwe monetairbeleidsmaatregelen nodig.

Begin 2016 verslechterde de economische en financiële situatie als gevolg van de toegenomen onzekerheid, de geopolitieke risico's en de sterkere volatiliteit op de financiële en grondstoffenmarkten. Zo steeg vooral de ongerustheid over welke richting de wereldeconomie uitgaat in het licht van de vertraging in de opkomende economieën, inzonderheid in China. Bovendien bleef de inflatiedynamiek zwakker dan verwacht, voornamelijk vanwege de nieuwe scherpe daling van de oliepijzen en

---

<sup>37</sup> Zie ook het artikel "[Structural indicators of the euro area business environment](#)", *Economisch Bulletin*, Nummer 8, ECB, 2016.

de gematigde loongroei. Samen met de teruglopende inflatieverwachtingen op korte en middellange termijn, wees een en ander op grotere risico's van tweederonde-effecten aangezien de bij de loonvorming betrokken instanties er door de zwakke inflatievooruitzichten zouden kunnen worden toe aangezet de loonstijgingen uit te stellen.

Tegen die achtergrond bevestigde de Raad van Bestuur in januari zijn forward guidance door te beklemtonen dat volgens hem de basisrentetarieven van de ECB gedurende een lange periode, en ruim langer dan de periode van de netto-aankopen van activa, op hun huidige of lagere niveaus zouden blijven. Aangezien niet duidelijk was hoe krachtig de tegenwind zou zijn en hoelang hij zou aanhouden, achtte de Raad van Bestuur het bovendien noodzakelijk om op de monetairbeleidsvergadering van maart 2016, wanneer meer informatie beschikbaar zou zijn – inclusief de nieuwe projecties van de medewerkers –, de monetairbeleidskoers opnieuw te bekijken en deze eventueel te herzien.

In het eerste kwartaal verslechterde het vooruitzicht op een duurzame aanpassing van het inflatieverloop in overeenstemming met de doelstelling van de Raad van Bestuur van een inflatie onder, maar dicht bij 2% op middellange termijn. Inzonderheid de financiële voorwaarden werden verscherpt, vooral op de aandelen- en de valutamarkten, wat het risico inhield dat zulks zou leiden tot krappere financieringsvoorwaarden voor de reële economie. De binnenkomende informatie wees er tevens op dat het economisch herstel was vertraagd en dat de inflatie opnieuw negatief was geworden. Hoewel die daling grotendeels te wijten was aan de teruglopende oliepijzen, bleek ook de onderliggende prijsdruk zwakker dan verwacht. Ook de marktgebaseerde inflatieverwachtingen op middellange termijn namen af, waardoor de risico's op tweederonde-effecten verder toenamen. De door ECB-medewerkers samengestelde inflatieprojecties van maart werden aanzienlijk neerwaarts herzien, waardoor eens te meer de datum werd uitgesteld waarop de inflatie naar verwachting terug zou keren naar de doelstelling van de Raad van Bestuur, namelijk een inflatie van onder, maar dicht bij 2%.

## Somberder vooruitzichten vereisten in maart een krachtige monetairbeleidsreactie

Tegen die achtergrond beschikte de Raad van Bestuur over sterke argumenten om zijn monetairbeleidskoers opnieuw te bekijken en aanzienlijke monetaire stimulus te blijven verschaffen teneinde de verhoogde risico's voor de doelstelling van de ECB inzake prijsstabiliteit af te wenden. In maart 2016 nam de Raad van Bestuur derhalve een omvangrijk pakket monetairbeleidsmaatregelen.

Op zijn vergadering van maart besloot de Raad van Bestuur: (i) de basisrentetarieven te verlagen, en in het bijzonder de rente op de depositofaciliteit tot -0,40%<sup>38</sup>; (ii) de maandelijkse aankopen in het kader van het APP op te voeren

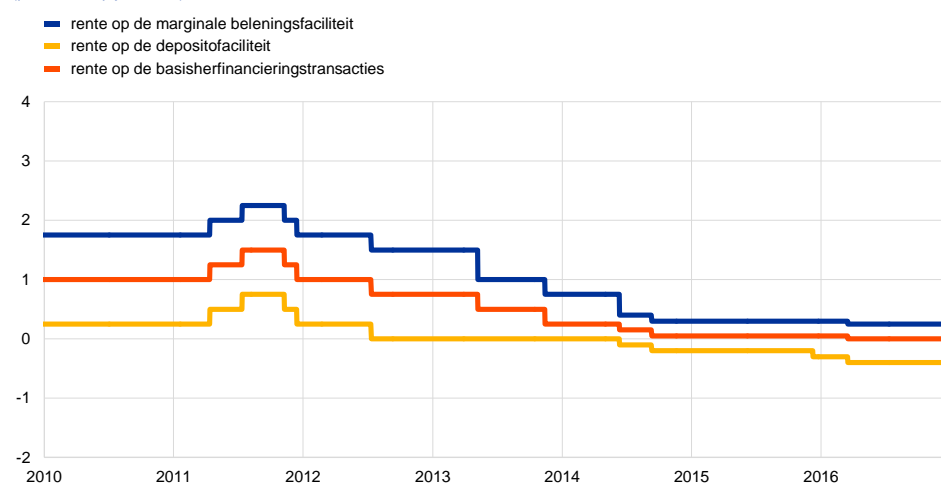
<sup>38</sup> De Raad van Bestuur besloot ook de rente op de basisherfinancieringstransacties en die op de marginale beleningsfaciliteit met telkens 5 basispunten te verlagen (tot respectievelijk 0% en 0,25%).

tot € 80 miljard vanaf april 2016 en de voor emittent en uitgifte geldende limieten te verhogen voor de aankopen van bepaalde soorten van effecten; (iii) in het APP een nieuw programma op te nemen voor de aankoop van bedrijfsobligaties (corporate sector purchase programme - CSPP), meer bepaald voor de aankoop van in euro luidende kredietwaardige obligaties uitgegeven door in het eurogebied gevestigde niet-bancaire ondernemingen; en (iv) van start te gaan met een nieuwe reeks van vier TLTRO's-II, elk met een looptijd van vier jaar, en zulks vanaf juni 2016. Bovendien bleef de Raad van Bestuur in zijn forward guidance duidelijk maken dat de basisrentetarieven van de ECB vermoedelijk langdurig op hun huidige of lagere niveaus zouden blijven, ruim langer dan de periode van de netto-aankopen van activa; hij bevestigde ook dat de aankopen zouden moeten lopen tot eind maart 2017, of langer, indien nodig, en in ieder geval tot wanneer de Raad van Bestuur een duurzame aanpassing van het inflatieverloop merkte in overeenstemming met zijn inflatiedoelstelling.

Dat omvangrijke maatregelenpakket was erop gericht de kredietvoorwaarden van de private sector verder te versoepelen en de kredietverstrekking aan die sector te stimuleren; daardoor zou het herstel in het eurogebied vastere voet krijgen en zou de inflatie sneller naar de gewenste niveaus terugkeren. De maatregelen hielpen ook de druk op de financiële markten eerder in het jaar temperen, en voorkomen dat die druk de doorwerking van de accommoderende monetairbeleidskoers zou ondermijnen (zie Paragraaf 2.2 van Hoofdstuk 1). De verlaging van de rente op de depositofaciliteit was bedoeld om de kredietvoorwaarden verder te versoepelen (zie Grafiek 23). Dit betekent dat banken met liquiditeitsteegoeden boven de minimumreserveverplichtingen er zouden worden toe aangezet die liquiditeiten aan te wenden hetzij om andere activa aan te kopen, hetzij om meer leningen te verstrekken aan de reële economie. Op die manier verstevigde de negatieve rente op de depositofaciliteit het APP, zulks via een versterking van de effecten van de portefeuilleherschikkingen.

**Grafiek 23**  
Basisrentetarieven van de ECB

(procenten op jaarbasis)



Bron: ECB.  
Toelichting: De meest recente waarneming betreft 7 december 2016.

De TLTRO's-II werden ontworpen als een belangrijk element van kredietversoepeling en kredietschepping, dat bevorderlijk is voor de monetairbeleidstransmissie via het kredietverleningskanaal. Terwijl het aan te rekenen maximumtarief vastgesteld werd op hetzelfde niveau als de rente op de basisherfinancieringstransacties bij de toewijzing ervan, zou de eigenlijke toegepaste rente even laag kunnen uitvallen als de rente op de depositofaciliteit indien de kredietverstrekking door een specifieke bank zou uitstijgen boven haar vooraf bepaalde benchmark.<sup>39</sup>

De invoering van het CSPP zorgde ervoor dat de activa-aankopen van het Eurosysteem nog sterker gingen doorwerken in de reële economie. Om aan zoveel mogelijk bedrijven en sectoren ten goede te komen, werd de hoeveelheid in aanmerking komende activa ruim gehouden.<sup>40</sup> De aankopen in het kader van het CSPP konden in principe zowel op de primaire als op de secundaire markt worden verricht.<sup>41</sup>

## Het eurogebied gaf in de tweede helft van 2016 blijk van veerkracht, maar de zwakke onderliggende inflatie hield aan

Samen met de reeds bestaande aanzienlijke monetaire stimulans was het beleidspakket waartoe in maart 2016 werd besloten, van essentieel belang voor de veerkracht van de economie van het eurogebied tegenover de mondiale en politieke onzekerheid. Na het resultaat van het Britse referendum over het EU-lidmaatschap omstreeks medio 2016, nam de volatiliteit op de financiële markten aanvankelijk toe, maar de markten gaven algemeen beschouwd blijk van bemoedigende veerkracht en werden vrij snel opnieuw rustig. Die veerkracht werd extra bevorderd doordat de centrale banken wereldwijd bereid werden gevonden om, indien nodig, liquiditeiten te verschaffen, een en ander in combinatie met een strikt regelgevend en toezichhoudend kader voor de banken uit het eurogebied en met de accommoderende monetairbeleidsmaatregelen van de ECB.

Terzelfder tijd bleven de potentiële toekomstige impact van het Britse referendum en van andere geopolitieke onzekerheden, samen met de gematigde groeivoorzichten in de opkomende economieën, de buitenlandse vraag drukken. Aanvankelijk werd ervan uitgegaan dat die beide factoren neerwaartse risico's inhielden voor de economische vooruitzichten van het eurogebied voor de tweede helft van het jaar. Dat bleek ook uit de door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties van september 2016, waarin de groeivoorzichten voor het eurogebied licht neerwaarts werden herzien ten

<sup>39</sup> In tegenstelling tot de eerste reeks TLTRO's, werden voor de TLTRO's-II geen voortijdige terugbetalingsverplichtingen ingevoerd. Voor meer informatie, zie Bijlage I van het [Besluit \(EU\) 2016/810](#) en het [persbericht](#) inzake de TLTRO's-II van 10 maart 2016.

<sup>40</sup> Het onderpandskader van het Eurosysteem is de basis waarop de geschiktheid wordt vastgesteld van de in het kader van het CSPP aan te kopen bedrijfsobligaties, samen met specifieke definities van niet-bancaire ondernemingen. Voor meer informatie, zie [Besluit \(EU\) 2016/948](#).

<sup>41</sup> Verscheidene voorzorgsmaatregelen met betrekking tot het verbod op monetaire financiering werden geïntegreerd in het CSPP-kader. Bijvoorbeeld, voor schuldinstrumenten die worden uitgegeven door entiteiten die als openbare bedrijven worden bestempeld, bleven de aankopen beperkt tot de secundaire markt.



opzichte van de oefening van juni. De onderliggende prijsdruk bleef bovendien onvoldoende overtuigend opwaarts gericht, wat een bron van bezorgdheid bleef. In het bijzonder de groei- en inflatievooruitzichten in het eurogebied bleven afhankelijk van een sterk ondersteunend financieringsklimaat, wat in hoge mate de accommoderende monetairbeleidskoers weerspiegelde.

Daarom bleef de Raad van Bestuur in het najaar de ontwikkelingen op de economische en financiële markten van zeer nabij volgen en herhaalde hij zijn engagement om zware monetaire steun te verlenen aan een duurzame convergentie van de inflatie naar niveaus onder, maar dicht bij 2% op middellange termijn. Teneinde kracht bij te zetten aan zijn bereidheid en zijn vermogen om indien nodig in te grijpen, vroeg de Raad van Bestuur bovendien de desbetreffende comités van het Eurosysteem de mogelijkheden te evalueren die een vlotte tenuitvoerlegging waarborgen van het APP tot maart 2017 of, indien nodig, langer.

Naar het einde van het jaar bleef het herstel in het eurogebied veerkrachtig ondanks de onzekere situatie; daaraan werd bijgedragen door de aanhoudende sterke doorwerking van de monetairbeleidsmaatregelen in de reële economie van het eurogebied. De opleving zette zich voort in een gematigd maar aantrekkelijk tempo, voornamelijk tegen de achtergrond van een verstevigende binnenlandse vraag, een stijgend reëel besteedbaar inkomen, een duurzame werkgelegenheidscreatie en nog steeds zeer gunstige financieringsvoorwaarden. Ook de inflatie steeg als gevolg van de oplopende energieprijzen en ze zou zich verder herstellen.

### Het beleidspakket van december was erop gericht de zeer sterke monetaire accommodatie in stand te houden.

Het scenario van een geleidelijke stijging van de inflatie berustte nog steeds in hoge mate op ondersteuning door het accommoderend monetair beleid. Vanwege de aanhoudend zwakke onderliggende inflatie, werd het onwaarschijnlijk geacht dat de inflatie op voldoende overtuigende wijze duurzaam naar de gewenste niveaus zou convergeren. Tegen die achtergrond werd het garanderen van de zeer aanzienlijke monetairbeleidsaccommodatie tot na maart 2017 als gerechtvaardigd beschouwd.

Op zijn vergadering van december besloot de Raad van Bestuur derhalve: (i) de termijn van zijn netto-aankopen van activa te verlengen tot na maart 2017; hij kondigde daarbij aan dat het APP zou worden verlengd – samen met de herinvestering van op vervaldag komende effecten<sup>42</sup> – ten belope van maandelijks € 60 miljard vanaf april 2017 tot eind december 2017, of langer indien nodig, en in ieder geval totdat de Raad van Bestuur een duurzame aanpassing van het inflatietraject ziet in overeenstemming met zijn inflatiedoelstelling; en (ii) de parameters van het APP vanaf januari 2017 aan te passen teneinde de verdere vlotte tenuitvoerlegging ervan te verzekeren, zulks door de minimale resterende

<sup>42</sup> In december 2015 had de Raad van Bestuur besloten de aflossingsbetalingen van de hoofdsom van de krachtens het APP aangekochte effecten te herbeleggen naarmate ze op vervaldag kwamen, en zulks zolang als nodig. Zie de [Inleidende Verklaring](#) tot de persconferentie van de ECB van december 2015.

looptijd voor staatsobligaties die in aanmerking komen voor het aankoopprogramma terug te brengen van twee jaar tot één jaar en door, voor zover nodig, aankopen toe te staan van effecten met een lager effectief rendement dan de rente op de depositofaciliteit van de ECB.<sup>43</sup> De basisrentetarieven van de ECB werden ongewijzigd gelaten en de Raad van Bestuur bleef ervan uitgaan dat ze gedurende een lange periode op hun huidige of lagere niveaus zouden blijven, en ruim langer dan de periode voor de netto-aankopen van activa. De Raad van Bestuur bevestigde bovendien zijn verbintenis om het verloop van de vooruitzichten inzake prijsstabiliteit van zeer nabij te volgen en, indien zulks gerechtvaardigd blijkt om zijn doelstelling te bereiken, daartoe alle instrumenten in te zetten waarover hij in het kader van zijn mandaat beschikt. De Raad van Bestuur beklemtoonde inzonderheid dat mochten de vooruitzichten inmiddels verslechteren, of mochten de financiële voorwaarden onverenigbaar worden met verdere vooruitgang naar een duurzame aanpassing van het inflatietraject, hij het programma zou opschroeven qua omvang en/of qua duur.

Die beslissingen beoogden zeer gunstig blijvende financiële voorwaarden in het eurogebied, wat van cruciaal belang blijft om de doelstelling van de ECB inzake prijsstabiliteit te bereiken. In het bijzonder de uitbreiding in de tijd van de aankopen in het kader van het APP was bedoeld om de financieringsvoorwaarden aanhoudend te ondersteunen en, derhalve, te zorgen voor een meer duurzame transmissie van de stimuleringsmaatregelen ter ondersteuning van het gematigde, maar verstevigende herstel. Terzelfder tijd was de duidelijker marktaanwezigheid van het Eurosysteem bedoeld om voor stabiliteit te zorgen in een klimaat van toegenomen onzekerheid, inclusief bezorgdheid over de potentiële langere-termijn gevolgen van het Britse referendum en over eventuele beleidsimplicaties na de presidentsverkiezingen in de Verenigde Staten. De vertraging in het maandelijks tempo van de aankopen weerspiegelde de herbeoordeling, door de Raad van Bestuur, van de risicobalans, volgens welke het vertrouwen in de totale economische resultaten van het eurogebied was verstevigd, terwijl de deflatierisico's grotendeels waren verdwenen. De beslissing was er al met al op gericht de financiële voorwaarden in het eurogebied te beschermen en het herstel vastere voet te laten krijgen, ondanks eventuele externe of interne schokken.

## Kader 5

### De verdelingseffecten van het monetair beleid

---

De ECB heeft de afgelopen jaren een aantal monetairbeleidsmaatregelen genomen in het kader van haar streven naar prijsstabiliteit. De basisrentetarieven van de ECB werden verlaagd tot een historisch dieptepunt, en er volgden nog andere niet-conventionele maatregelen, zoals TLTRO's en aankopen van effecten van de private sector en de overheid, teneinde het monetair beleid verder te verruimen.<sup>44</sup> Dankzij die maatregelen konden de algemene financieringsvoorwaarden met succes worden versoepeld en werden de vooruitzichten voor de reële economische bedrijvigheid en de inflatie in het eurogebied ondersteund. De maatregelen die tijdens de afgelopen jaren zijn

<sup>43</sup> Terzelfder tijd werden wijzigingen aangebracht in het effectenbeleningskader teneinde het efficiënter te maken. Zie het [persbericht](#) van 8 december 2016.

<sup>44</sup> Voor meer informatie over de fundamentele factoren die het lage rentepeil bepalen, zie het Kader "Waarom zijn de rentetarieven zo laag?", *Jaarverslag*, ECB, 2015.

genomen, hebben, net als elke conventionele monetairbeleidsmaatregel, het hele beloop van marktrentes en activaprijzen beïnvloed. Hoewel dergelijke effecten de economie in haar geheel positief beïnvloeden via hun impact op de werkgelegenheidscreatie, valt niet uit te sluiten dat de uiteindelijke voordelen van veranderingen in de financiële variabelen ongelijkmatig verdeeld zijn over de economische sectoren en over de individuen. In dit Kader wordt getracht te belichten wat de verdelingsgevolgen zijn van de tijdens de afgelopen jaren door de ECB genomen monetairbeleidsmaatregelen. Daarbij worden eerst de rechtstreekse financiële kanalen besproken, en vervolgens de meer indirecte effecten op de groei en de arbeidsmarkt.<sup>45</sup>

In eerste instantie sorteert het monetair beleid verdelingseffecten via financiële kanalen, die zowel het financieel inkomen als het vermogen beïnvloeden. Wanneer de centrale bank de beleidsrente verlaagt of activa koopt en, zodoende, de rente op verschillende markten en voor verschillende looptijden drukt, wordt het financieel inkomen onvermijdelijk herverdeeld over de sectoren en de huishoudens, zulks volgens hun netto financiële positie, met andere woorden naargelang ze nettospaarders of nettokredietnemers zijn. De analyse van de tijdens de afgelopen jaren opgetekende wijzigingen in de nettorente-inkomens kan dus een duidelijk inzicht verschaffen in de verdelingsimpact van de lage rente, aangezien dat de component van het financieel inkomen is die het meest rechtstreeks door het monetair beleid wordt beïnvloed. Het effect van de dalende rentetarieven op de nettorente-inkomens (dat is de ontvangen rente min de betaalde rente) kan worden geraamd door na te gaan hoe het rendement op de bestaande voorraad activa en passiva tijdens de crisis veranderde. Voor het eurogebied als geheel ontvingen de financiële ondernemingen tijdens de periode van het tweede kwartaal van 2014 tot het derde kwartaal van 2016 per saldo minder rente-inkomens, terwijl de niet-financiële ondernemingen en de overheid op hun nettorentelasten bespaarden (zie Grafiek A).<sup>46</sup> De huishoudens, waar vaak wordt van aangenomen dat ze zwaar te lijden hadden omdat het nettospaarders betreft, hebben in feite slechts een licht verlies aan nettorente-inkomens geleden. Ter vergelijking: in Grafiek A worden ook de wijzigingen in de nettorente-inkomens sinds 2008 weergegeven, waaruit blijkt dat de belangrijkste effecten zich eigenlijk reeds hadden voorgedaan vóór de invoering, in juni 2014, van de negatieve rente op de depositofaciliteit van de ECB en de aanvang van de aankopen van overheidseffecten in maart 2015.

Dergelijke sectorspecifieke aggregaten verhullen grote verschillen qua effecten tussen de individuele huishoudens. Het meten van individuele effecten is niet eenvoudig, maar uit de Household Finance and Consumption Survey van het Eurosysteem kunnen bepaalde conclusies worden getrokken. Tot dusver is de enquête tweemaal georganiseerd, in 2010 en 2014, waardoor is kunnen worden nagegaan hoe het netto financieel inkomen tussen de verschillende huishoudens verschoof naarmate de rente daalde.<sup>47</sup> Voor het eurogebied als geheel is het aandeel van het netto financieel inkomen in het totale inkomen van de huishoudens licht gekrompen, wat strookt met de sectorspecifieke gegevens in Grafiek A. Ten grondslag daaraan lag echter een progressief verdelingseffect voor de huishoudens. De positie van de huishoudens met het laagste nettovermogen bleef grotendeels onveranderd als gevolg van een daling van zowel hun

<sup>45</sup> Zie ook de toespraak "Stability, equity and monetary policy" door Mario Draghi, 2nd DIW Europe Lecture, Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung (DIW), Berlijn, 25 oktober 2016.

<sup>46</sup> Rentewijzigingen werken met uiteenlopende snelheden door, afhankelijk van de looptijd van het activum of passivum. De berekeningen zijn gebaseerd op feitelijke rentestromen uit de sectorrekeningen, die impliciet de looptijdenstructuur van de sectorspecifieke balansen weerspiegelen.

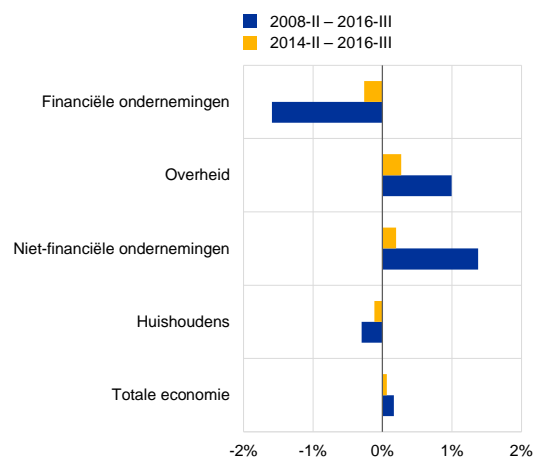
<sup>47</sup> Het netto financieel inkomen is gelijk aan het inkomen van de huishoudens uit financiële beleggingen (rente en dividenden) verminderd met hun totale schuldaflossingen.

schuldaflossingen als hun inkomens uit financiële beleggingen, terwijl de rijkste huishoudens het meest verloren omdat hun financiële activa veel omvangrijker zijn dan hun schulden (zie Grafiek B).

### Grafiek A

Veranderingen van de nettorente-inkomens in de sectoren

(aandeel in procenten bbp)



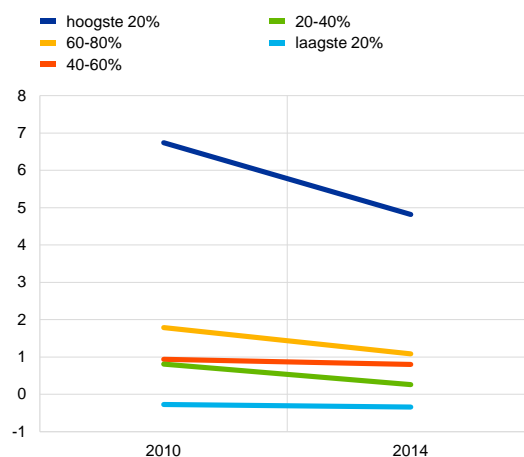
Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De grafiek toont de veranderingen in het vierkwartaals voortschrijdend gemiddelde van de nettorente-inkomens van het derde kwartaal van 2008 tot het derde kwartaal van 2016 en van het tweede kwartaal van 2014 tot het derde kwartaal van 2016. Teneinde de invloed van veranderingen in de voorraad activa/passiva op de nettorente-inkomens buiten beschouwing te laten, worden de veranderingen berekend door de rendementen op de activa en passiva toe te passen op de respectievelijk in het eerste kwartaal van 2008 en het eerste kwartaal van 2014 opgetekende hoeveelheid activa en passiva. Veranderingen in de nettorente-inkomens worden uitgedrukt in procenten bbp, waarbij het bbp wordt vastgelegd op de aanvangsdatum van de respectieve periodes. De rentebetalingen/-inkomens worden weergegeven na de toerekening van de IGDFI (indirect gemeten diensten van financiële intermediairs).

### Grafiek B

Netto financieel inkomen van de huishoudens

(aandeel in procenten van het bruto-inkomen)



Bron: Household Finance and Consumption Survey van het Eurosysteem (2010 en 2014).

Toelichting: De procentuele marges geven nettovermogenscategorieën weer, bijvoorbeeld de laagste 20% = het één vijfde deel van de huishoudens met het laagste nettovermogen. De netto financiële stromen worden berekend als de inkomens uit financiële beleggingen min de totale schuldaflossingen. De aandelen worden berekend als de som van de netto financiële stromen van de huishoudens in elke nettovermogenscategorie gedeeld door de som van het inkomen van de huishoudens voor alle huishoudens in de nettovermogenscategorie.

De gevolgen van het monetair beleid voor de verdeling hangen ook af van het tweede financiële kanaal, namelijk de vermogenseffecten. De Household Finance and Consumption Survey verschaft ook in die effecten enig inzicht. De huishoudens in het eurogebied die financiële activa aanhouden, zoals aandelen en obligaties, behoren voornamelijk tot de hoogste categorie van de nettovermogensverdeling. Zo trekt een slechts zeer kleine subgroep van de populatie profijt van kapitaalwinsten op de aandelen- en obligatiemarkten; driekwart van de bevolking heeft er helemaal geen baat bij. Het bezit van een eigen huis, daarentegen, is gelijkmatiger verdeeld over de vermogensgroepen. Het mediaan huishouden heeft dus voordeel gehad bij de stijgingen van de huizenprijzen.<sup>48</sup>

De meest relevante periode om vermogenseffecten te beoordelen, is de periode sinds medio 2014. Vooral activa-aankopen worden immers geacht tot een stijging van de activaprijzen te leiden. De tijdens die periode opgetekende absolute en relatieve vermogenseffecten voor de verschillende vermogensniveaus kunnen worden verkregen door te ramen hoe de waarde van het medio 2014 (het laatst beschikbare tijdstip) aangehouden vermogen zich zou hebben ontwikkeld indien ze enkel was beïnvloed door de sindsdien vastgestelde wijzigingen in de prijzen van aandelen, obligaties en

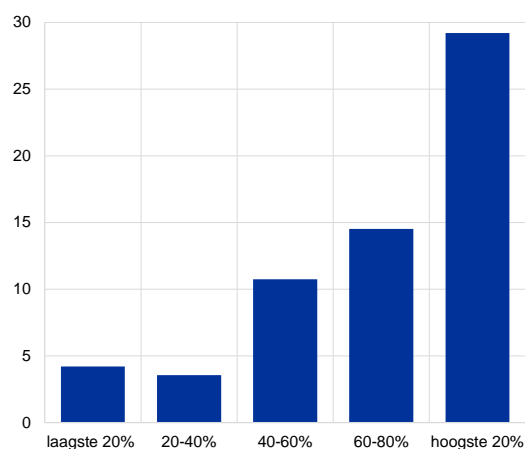
<sup>48</sup> Zie Adam, K. en Tzamourani, P., "Distributional consequences of asset price inflation in the euro area", *European Economic Review*, Vol. 89, 2016, pp. 172-192.

huizen.<sup>49</sup> Voor het eurogebied was er sprake van een absolute winst: voor alle vermogensniveaus nam het vermogen van de huishoudens als aandeel van hun gemiddeld inkomen toe. Dat kwam doordat de huizenprijzen in het eurogebied tijdens die periode opliepen, terwijl de obligatiekoersen gemiddeld beschouwd matig stegen en de aandelenkoersen gemiddeld genomen in feite daalden. Rijkere huishoudens trokken relatief gezien echter meer voordeel dan armere huishoudens (zie Grafiek C).

### Grafiek C

#### Geraamde veranderingen in het nettovermogen van huishoudens

(mutaties in procentpunten in het gemiddeld nettovermogen als percentage van het gemiddelde bruto-inkomen in die vermogenscategorie (2014-II – 2016-II))



Bronnen: Simulaties van de ECB en Household Finance and Consumption Survey van het Eurosysteem.  
Toelichting: De procentuele marges geven nettovermogenscategorieën weer, bijvoorbeeld de laagste 20% = het één vijfde deel van de huishoudens met het laagste nettovermogen.

Een evenwichtige beoordeling van de totale verdelingseffecten van het monetair beleid moet ook de macro-economische effecten ervan omvatten. Hoewel lage rentetarieven en hoge activaprijzen misschien niet voor alle sectoren en voor iedereen gunstig zijn, sorteren ze op middellange termijn positieve verdelingseffecten omdat ze de totale vraag stimuleren, de werkloosheid verlagen en bijdragen tot prijsstabiliteit; al die factoren maken de ongelijkheid vaak kleiner.

Sinds de start van het kredietverruimingspakket van de ECB in juni 2014 trok het eurogebied profijt van een ruimer en op de binnenlandse vraag gebaseerd herstel. Dat was niet het geval tijdens de periode 2009-2011, toen het herstel voor een groot deel op de netto-uitvoer berustte (zie Kader 2, Grafiek A). Hoewel moeilijk kan worden nagegaan in hoeverre het monetair beleid daaraan heeft bijgedragen, is het zo dat de maatregelen van de ECB sinds juni 2014

geleid hebben tot een neerwaartse convergentie van de rente op bankkrediet en tot een opwaartse tendens van de kredietvolumes. Dat had deels te maken met de vermindering van de financiële fragmentatie tijdens de periode 2011-2012. Er speelt nog een tweede factor: de maatregelen van de ECB hielpen een vicieuze cirkel doorbreken tussen de rente op bankkrediet, de macro-economische uitkomsten en de kredietrisicopercepties in kwetsbare landen. De kredietversoepeling hielp een negatief verdelingseffect inzake de toegang tot financiering ombuigen, wat nu doorwerkt in de totale vraag.

Naarmate de economie aantrok, liep de werkloosheidsgraad terug. De verbeteringen in de financiële voorwaarden als gevolg van het monetair beleid van de ECB ondersteunen de kredietverlening aan huishoudens en bedrijven, wat de consumptie (van duurzame goederen) en de investeringen in de hand werkt. Dat schraagde op zijn beurt de economische groei en de werkgelegenheid (zie Grafiek D). De werkgelegenheidscreatie zou aan met name armere huishoudens ten goede moeten komen, aangezien hun werkgelegenheidssituatie het gevoeligst is

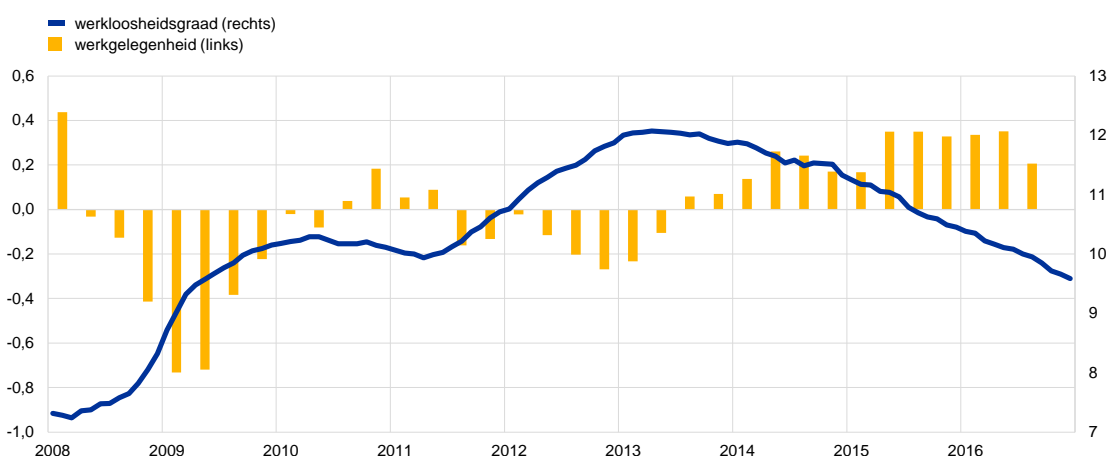
<sup>49</sup> In de simulatie wordt ervan uitgegaan dat de veranderingen in de vermogenscomponenten tussen medio 2014 en medio 2016 voortvloeien uit landspecifieke ontwikkelingen van de huizenprijzen, de aandelenkoersen en de obligatiekoersen. Vervolgens toont de simulatie de gevolgen voor veranderingen in het nettovermogen van individuele huishoudens, die afhankelijk zijn van het aandeel van elk activum dat door ieder huishouden wordt aangehouden.

voor de economische situatie. Dat distributieve kenmerk stimuleert op zijn beurt verder de economische groei, aangezien huishoudens met een lager inkomen doorgaans een grotere marginale consumptiequote hebben. Tijdens de recente periode van krachtige werkgelegenheids groei zijn het reëel besteedbaar inkomen en de consumptie immers eveneens sterk gestegen (zie Grafiek E).

## Grafiek D

### Arbeidsmarktontwikkelingen

(mutaties in procenten op kwartaalbasis (werkgelegenheid) en in procenten (werkloosheid))



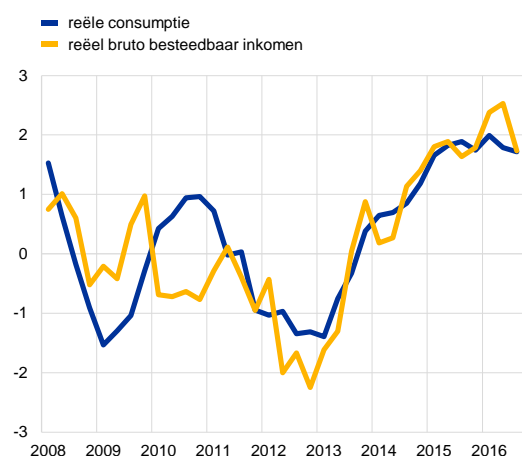
Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen het derde kwartaal van 2016 (werkgelegenheid) en december 2016 (werkloosheidsgraad).

## Grafiek E

### Consumptie en bruto besteedbaar inkomen

(mutaties in procenten op jaarbasis)



Bronnen: Eurostat en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De meest recente waarnemingen betreffen het derde kwartaal van 2016.

De ECB volgt de effecten die haar monetair beleid inzake verdeling sorteert. Die effecten beïnvloeden immers de transmissie van dat beleid en, derhalve, de aanpassingen in het inflatieverloop. Het aanpakken van enige ongewenste herverdelende effecten valt evenwel buiten het domein van het monetair beleid, aangezien dit laatste voornamelijk prijsstabiliteit beoogt. De overheid kan de verdeling van het inkomen en het vermogen via haar beleid bepalen, vooral via gerichte begrotingsmaatregelen. Om de terugkeer van de economie van het eurogebied naar het potentiële bbp sneller te laten verlopen en het groeitempo van de potentiële productie te verhogen, is een slagvaardiger en groeivriendelijk structureel en begrotingsbeleid van cruciaal belang ter aanvulling van de accommoderende monetairbeleidskoers van de

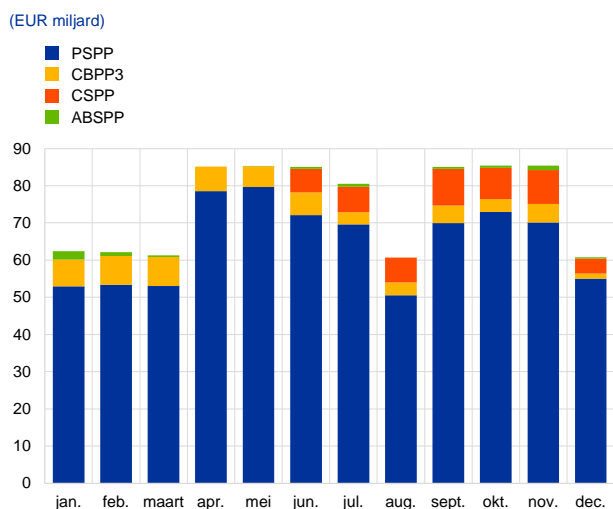
ECB. Dat zou dan weer de druk op het monetair beleid verlichten en dit laatste in staat stellen opnieuw het gebruikelijke instrumentarium te hanteren, met inbegrip van positieve rentetarieven.

## 2.2 Monetairbeleidstransmissie naar de financiële en economische voorwaarden

### De veelomvattende beleidsmaatregelen van de ECB bleven effectief voor een aanzienlijke versoepeling zorgen

De monetairbeleidsmaatregelen die ten uitvoer worden gelegd sinds medio 2014, toen de ECB een breedgedragen versoepelingsbeleid introduceerde, inclusief een versoepeling van de kredietverlening, spelen een cruciale rol in de ondersteuning van het herstel in het eurogebied. De veelomvattende beleidsmaatregelen – bijvoorbeeld de activa-aankopen, de TLTRO's en de lage beleidsrentes – blijven doorsijpelen in de reële economie. Dientengevolge zijn de kredietvoorwaarden voor huishoudens en ondernemingen aanzienlijk versoepeld en is de kredietschepping toegenomen, waardoor de totale uitgaven in het hele eurogebied worden ondersteund.

**Grafiek 24**  
Maandelijks aankopen in het kader van het APP in 2016, naar programma



Bron: ECB.

De versoepeling was grotendeels het gevolg van de netto-aankopen in het kader van het APP. Het gaat daarbij om aankopen van een ruime waaier van effecten van de private en de overheidssector volgens vier subprogramma's: het PSPP, het programma voor de aankoop van effecten op onderpand van activa (asset-backed securities purchase programme - ABSPP), het derde programma voor de aankoop van gedekte obligaties (third covered bond purchase programme - CBPP3) en het CSPP. Het APP werd ook in 2016 vlot ten uitvoer gelegd. Dankzij de flexibiliteit ervan konden de gecombineerde maandelijks aankopen aansluiten bij de doelstelling van de Raad van Bestuur, namelijk gemiddeld € 60 miljard per maand van januari tot maart 2016 en € 80 miljard per maand gedurende de rest van het jaar. De aankopen waren echter iets minder omvangrijk in augustus en in december, maanden met gewoonlijk een geringere marktliquiditeit, en lichtjes groter in de andere

maanden. Het PSPP behield veruit het grootste aandeel in de totale aankopen (zie Grafiek 24).

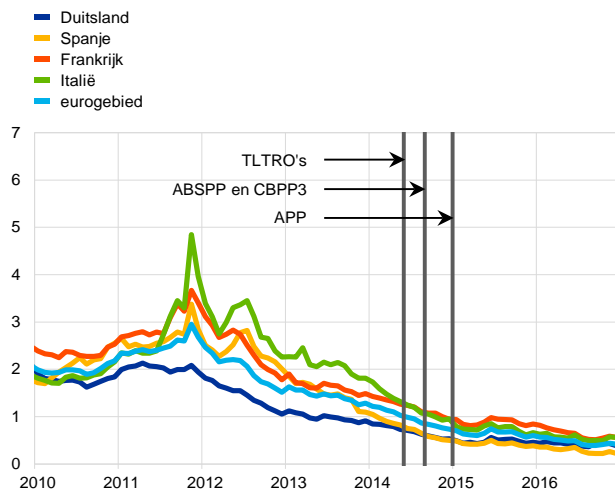
### De maatregelen van de ECB bleven via de financiële markten en het bankwezen succesvol doorwerken

De door de ECB genomen monetairbeleidsmaatregelen hadden een aanzienlijke impact op de als referentie gehanteerde financiële activa. Vooral de activa-aankopen door het Eurosysteem en de lagerenteomgeving droegen bij aan de sinds medio 2014 opgetekende duidelijke daling van de geldmarktrentes en van het

rendement op overheidsobligaties.<sup>50</sup> Het monetair beleid van de ECB hielp de voorwaarden op de obligatiemarkten in het eurogebied deels ook afschermen voor de stijgende rendementen op overheidsobligaties in de Verenigde Staten aan het einde van 2016. De maatregelen van de ECB beïnvloedden bovendien het verloop in andere segmenten van de financiële markten. Portefeuilleherschikkingen en positieve macro-economische effecten, gepaard gaande met de zeer hoge mate van monetaire accommodatie, zouden meer specifiek het herstel van de aandelenprijzen hebben kunnen ondersteunen. De nominale effectieve wisselkoers van de euro ging er in 2016 algemeen beschouwd op achteruit.

## Grafiek 25 Samengestelde kosten van schuldfinanciering voor de banken

(samengestelde kosten van deposito's en ongedekte schuldfinanciering via de markt; procenten op jaarbasis)



Bronnen: ECB, Merrill Lynch Global Index en berekeningen van de ECB.

De beleidsmaatregelen van de ECB droegen op tweeërlei wijze bij aan een significante verbetering van de financieringsvoorwaarden van de banken. Om te beginnen, maakten de bancaire financieringsinstrumenten deel uit van de activacategorieën die hun rendement op middellange tot lange termijn aanzienlijk zagen slinken. Een en ander werd ondersteund door de impact die de activa-aankopen van het Eurosysteem hadden inzake portefeuilleherschikkingen en door schaarste-effecten als gevolg van de geringere uitgifte van obligaties door de banken, die veeleer leenden in het kader van TLTRO's.<sup>51</sup> Als gevolg daarvan liepen de samengestelde kosten van schuldfinanciering voor de banken beduidend terug (zie Grafiek 25). Voorts bleven de banken duurdere marktfinanciering op korte termijn vervangen door financiering via TLTRO's (en daarnaast maakten ze gebruik van de optie om de TLTRO's-I door te rollen naar de goedkopere TLTRO's-II).<sup>52</sup> Drie van de vier geplande TLTRO's-II hadden plaats in 2016, terwijl de vierde voorzien is voor maart 2017.<sup>53</sup> Het totale opgenomen bedrag tot eind 2016 beliep € 506,7 miljard, of ongeveer 43% van de totale krediettoekenning aan de banken in het eurogebied krachtens de TLTRO's-II.

De totale impact van het APP en van de negatieve depositofaciliteitsrente op de winstgevendheid van de banken bleef beperkt aangezien de effecten op de diverse componenten van het inkomen van de banken elkaar grotendeels compenseerden (zie Grafiek 26). Enerzijds zorgden de twee maatregelen voor een daling van de

<sup>50</sup> Sinds medio 2014 is het bbp-gewogen gemiddelde van het rendement op tienjaars overheidsobligaties van het eurogebied gedaald met ongeveer 90 basispunten. De algemene neerwaartse trend werd omstreeks eind 2016 onderbroken toen het rendement op overheidsobligaties de wereldwijde opwaartse tendens volgde in een klimaat van toegenomen politieke onzekerheid.

<sup>51</sup> Een eerste reeks TLTRO's (de TLTRO's-I) werd aangekondigd op 5 juni 2014 en een tweede reeks (de TLTRO's-II) op 10 maart 2016. Voor meer informatie over de TLTRO's-I, zie [het persbericht](#), en voor meer informatie over de TLTRO's-II, zie Paragraaf 2.1 van Hoofdstuk 1.

<sup>52</sup> In 2016 werden voor €333 miljard 'TLTRO-I'-middelen vervangen door 'TLTRO-II'-middelen. De eerste drie TLTRO's-II zorgden voor een financieringssteun van naar raming 11 basispunten.

<sup>53</sup> De afwikkeling van de TLTRO's-II was gepland voor juni, september en december 2016, en voor maart 2017. Zodoende zal de laatste transactie aflopen in maart 2021.

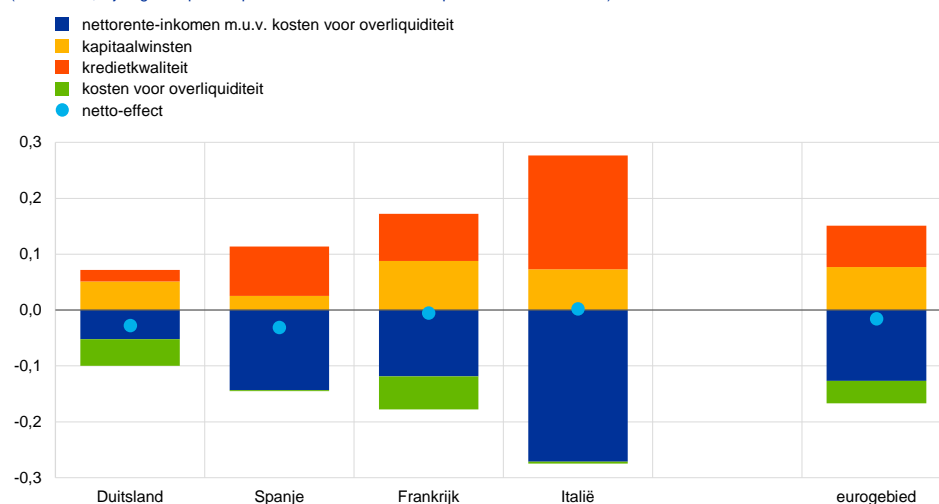


rentes op een ruime waaier van financiële activa en voor een vernauwing van de rentemarges, waardoor ze bijdroegen aan lagere nettorente-inkomens. Anderzijds zorgden de marktwaardeverhogingen van de door banken aangehouden overheidsobligaties voor kapitaalwinsten. Bovendien droegen de positieve effecten van de recente monetairbeleidsmaatregelen op de economische vooruitzichten bij aan de stijgende kredietverleningsvolumes en aan de verbeterende kredietkwaliteit.

### Grafiek 26

#### Winstgevendheid van de banken, het APP en de negatieve rente op de depositofaciliteit

(2014-2017; bijdragen in procentpunten aan het rendement op activa van de banken)



Bronnen: Europese Bankautoriteit, ECB en ramingen van de ECB.

Toelichting: De kapitaalwinsten zijn gebaseerd op gegevens op geconsolideerde basis voor de 68 bankgroepen in het eurogebied die voorkomen op de lijst van belangrijke instellingen die onder rechtstreeks toezicht van de ECB vallen en die in 2014 de EU-brede stresstest ondergingen. De cijfers voor het eurogebied zijn berekend als het gewogen gemiddelde voor de landen die deel uitmaken van de steekproef waarbij gebruik wordt gemaakt van geconsolideerde bankgegevens voor het gewicht van het bankstelsel van ieder land in het eurogebied als geheel.

### Ondernemingen in het eurogebied trokken profijt van de accommoderende monetairbeleidskoers van de ECB

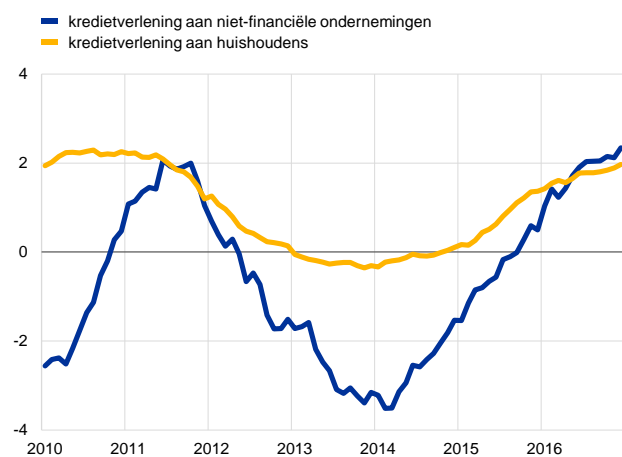
De monetaire stimulering werkte opvallend door in de kredietvoorwaarden van de banken en in de kredietschepping. De rentetarieven lopen sinds juni 2014 beduidend terug voor een ruime waaier van activacategorieën en kredietmarkten. De ondernemingen en huishoudens in het eurogebied konden derhalve profijt trekken van gunstiger kredietvoorwaarden. Bijvoorbeeld: de rente op bankkrediet voor ondernemingen zakte tussen juni 2014 en december 2016 met ruim 110 basispunten (zie Grafiek 19).

Ook de kleine en middelgrote ondernemingen (kmo's) – de ruggengraat van de economie van het eurogebied –, die sterk afhankelijk zijn van bankkrediet, voelen de versoepeling. De kredietvoorwaarden van de banken voor de kmo's zijn verder verbeterd: sinds mei 2014 zijn ze voor zeer kleine leningen aan ondernemingen met om en nabij 180 basispunten gedaald. In de enquête naar de toegang tot financiering voor ondernemingen in het eurogebied bleven de kmo's bovendien

gewag maken van een verdere verbetering van hun toegang tot krediet en van een grotere bereidheid van de banken om hun krediet te verstrekken tegen lagere rentetarieven.<sup>54</sup> Nieuw bankkrediet aan ondernemingen wordt nog steeds overwegend gebruikt om investeringsprojecten, voorraden en werkkapitaal te financieren.

### Grafiek 27 MFI-leningen aan niet-financiële ondernemingen en huishoudens

(mutaties in procenten per jaar; gezuiverd voor seizoen- en kalenderinvloeden)



Bron: ECB.

De activa-aankopen van het Eurosysteem en de lagerrenteomgeving hebben banken ertoe aangezet meer leningen te verstrekken, bijvoorbeeld door investeringen in lagerrentende effecten minder aantrekkelijk te maken. Door voor banken die actief krediet verstrekken de kosten verbonden aan de TLTRO's-II te verlagen, werden die banken terzelfder tijd aangemoedigd meer krediet te verstrekken (aangezien een bank in het kader van de TLTRO's-II goedkoper kan lenen als haar kredietvolume het referentiebedrag overschrijdt). Een en ander droeg bij aan een versoepeling van de kredietverleningscriteria en aan een verbetering van de bancaire kredietvoorwaarden, zoals bleek uit de enquête naar de bancaire kredietverlening in het eurogebied.<sup>55</sup> Tegen de achtergrond van een aantrekkende kredietvraag, bleef de kredietverlening aan de private sector van het eurogebied zich derhalve geleidelijk herstellen. Tussen mei 2014 en december 2016 versnelde de

twaalfmaands groei van de leningen aan huishoudens van -0,1% tot 2,0% en die van de leningen aan niet-financiële ondernemingen van -2,9% tot 2,3% (zie Grafiek 27).

De eerste gegevens over de bijdrage van het CSPP aan de soepeler financieringsvoorwaarden voor ondernemingen waren bemoedigend. De aankondiging van het CSPP op 10 maart 2016 werkte de aan de gang zijnde inkrimping van de ecarts tussen het rendement van door niet-financiële ondernemingen uitgegeven obligaties en een risicovrije rente sterk in de hand (zie Grafiek 28).<sup>56</sup> Het CSPP deed bovendien de uitgifte van in euro luidende bedrijfsobligaties in de loop van het jaar mee toenemen (zie Grafiek 29). Als gevolg van portefeuilleherschikkingen, ten slotte, steeg ook de vraag naar in het kader van het CSPP niet in aanmerking komende obligaties, en die vraag werd beantwoord door een opvoering van de uitgifte. Het CSPP sorteerde ook aanzienlijke spillovereffecten op de financieringsvoorwaarden van de ondernemingen aangezien

<sup>54</sup> Zie [Survey on the Access to Finance of Enterprises](#) in the euro area – April to September 2016, ECB november 2016.

<sup>55</sup> De banken bleven meer specifiek meedelen dat de TLTRO's, het APP en de negatieve rente op de depositofaciliteit bijdroegen aan gunstiger voorwaarden voor leningen. De [enquête naar de bancaire kredietverlening van juli 2016](#) bevatte specifieke vragen over de impact van de TLTRO's. De [enquête naar de bancaire kredietverlening van oktober 2016](#) bevatte specifieke vragen over de impact van het APP en van de negatieve rente op de depositofaciliteit op de leenvoorwaarden en -volumes.

<sup>56</sup> Empirische ramingen wijzen erop dat die inkrimping grotendeels toe te schrijven was aan de lancering van het CSPP. Zie het Kader "[The corporate bond market and the ECB's corporate sector purchase programme](#)", *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2016.

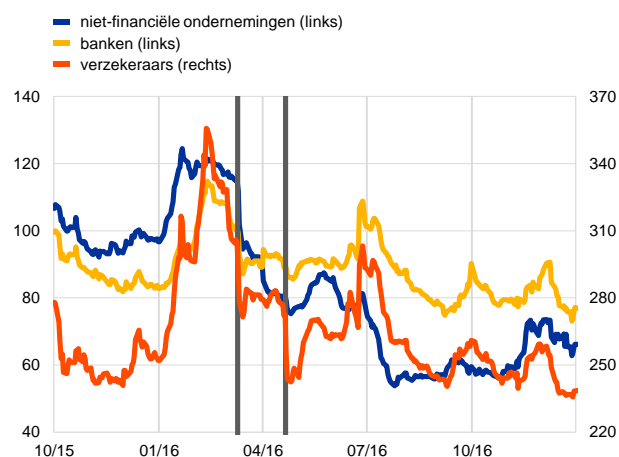
de banken waar bankleningen werden vervangen door de uitgifte van schuldpapier door bedrijven gewag maakten van een zwaardere concurrentiedruk en een sterkere margevernaauwing voor de kredietverlening aan grote ondernemingen.

De tenuitvoerlegging van het CSPP verliep zoals gepland, met goed gediversifieerde aankopen qua ratings, sectoren, landen en emittenten. Op 31 december 2016 hield het Eurosysteem voor ongeveer €51 miljard niet-bancaire bedrijfsobligaties aan die waren uitgegeven door 225 verschillende emittenten.

**Grafiek 28**

Ecarts op kredietwaardige bedrijfsobligaties

(basispunten)



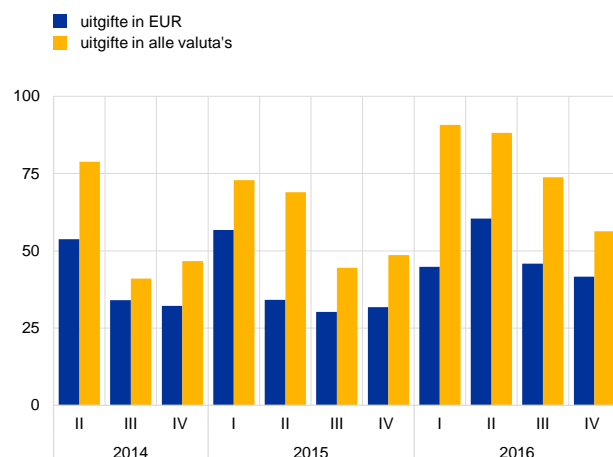
Bronnen: Markit en Bloomberg.

Toelichting: De ecarts op bedrijfsobligaties worden gemeten door 'asset swap'-ecarts. De verticale lijnen geven de vergaderingen van de Raad van Bestuur weer op 10 maart en op 21 april. De indices bevatten tevens achtergestelde obligaties.

**Grafiek 29**

Brutoschulduitgifte door niet-financiële ondernemingen uit het eurogebied

(EUR miljard)



Bronnen: Dealogic en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De gegevens bevatten zowel kredietwaardige als niet-kredietwaardige obligaties. 'Uitgifte in EUR' wijst op nieuwe uitgifte in euro door niet-financiële ondernemingen met zetel in het eurogebied. 'Uitgifte in alle valuta's' wijst op de totale nieuwe uitgifte door niet-financiële ondernemingen met zetel in het eurogebied.

## De macro-economische ontwikkelingen in het eurogebied werden stevig ondersteund door het accommoderend beleid van de ECB

Over het algemeen sorteren de monetairbeleidsmaatregelen die de ECB sinds juni 2014 ten uitvoer legt, aanzienlijke macro-economische effecten. Bij ontstentenis ervan zou zowel de groei als het inflatieverloop in 2016 een flink stuk gematigder zijn uitgevallen. In het bijzonder het deflatierisico ebde weg, met name dankzij de maatregelen van de ECB.

### Kader 6

Omvang en samenstelling van de balans van het Eurosysteem

Sinds de financiële crisis in 2007-2008 aanving, heeft het Eurosysteem via zijn balans uiteenlopende monetairbeleidsinterventies verricht, waardoor de omvang en samenstelling van die balans gaandeweg veranderde. Die interventies omvatten transacties om financiering te verstrekken aan tegenpartijen, alsook aankopen van activa in verschillende marktsegmenten om de transmissie van het monetair beleid te verbeteren en de financieringsvoorwaarden in het

eurogebied te versoepelen. Omstreeks eind 2016 had de balans van het Eurosysteem een historisch hoge omvang van €3,7 biljoen bereikt.

Begin juni 2014, vóór de Raad van Bestuur een aantal monetairbeleidsmaatregelen nam, maakten de monetairbeleidsactiva 40% uit van de totale activa op de balans van het Eurosysteem. Ze omvatten leningen aan kredietinstellingen van het eurogebied, die goed waren voor 30% van de totale activa (zie onderstaande grafiek) en monetairbeleidseffecten (activa die werden aangekocht in het kader van het Programma voor de effectenmarkten (Securities Markets Programme - SMP) en de aanvankelijke programma's voor de aankoop van gedekte obligaties), die ongeveer 10% van de totale activa uitmaakten. De overige financiële activa bestonden voornamelijk uit: (i) door het Eurosysteem aangehouden vreemde valuta's en goud; (ii) in euro luidende niet-monetairbeleidsp portefeuilles; en (iii) noodliquiditeitssteun die enkele nationale centrale banken (NCB's) van het Eurosysteem verleenden aan solvabele instellingen met tijdelijke liquiditeitsproblemen. Die overige financiële activa moeten voldoen aan (in diverse wetteksten<sup>57</sup> vastgelegde) interne rapportagevereisten van het Eurosysteem en beperkingen die het gevolg zijn van het verbod op monetaire financiering en van het feit dat ze het monetair beleid niet mogen doorkruisen.

Op de passiefzijde maakten de bankbiljetten in omloop – een van de belangrijkste passiva van een centrale bank – in juni 2014 ongeveer 44% van de totale passiva uit. De reserves van tegenpartijen<sup>58</sup> waren goed voor 16%; de overige passiva, met inbegrip van kapitaal en herwaarderingsrekeningen, voor 40%.

De sinds juni 2014 door de Raad van Bestuur genomen monetairbeleidsmaatregelen, met name het uitgebreid APP, dat op 9 maart 2015 van start ging, leidde tot zowel een uitbreiding van de balans als een wijziging in de samenstelling ervan. De monetairbeleidsinstrumenten stegen eind 2016 tot 61% van de actiefzijde, terwijl de omvang van de overige financiële activa relatief stabiel bleef. Op de passiefzijde was het belangrijkste effect merkbaar in de reserves van de tegenpartijen, die met € 1 biljoen toenamen en eind 2016 36% van de passiva uitmaakten, terwijl de bankbiljetten in omloop relatief beschouwd daalden tot 31%.

---

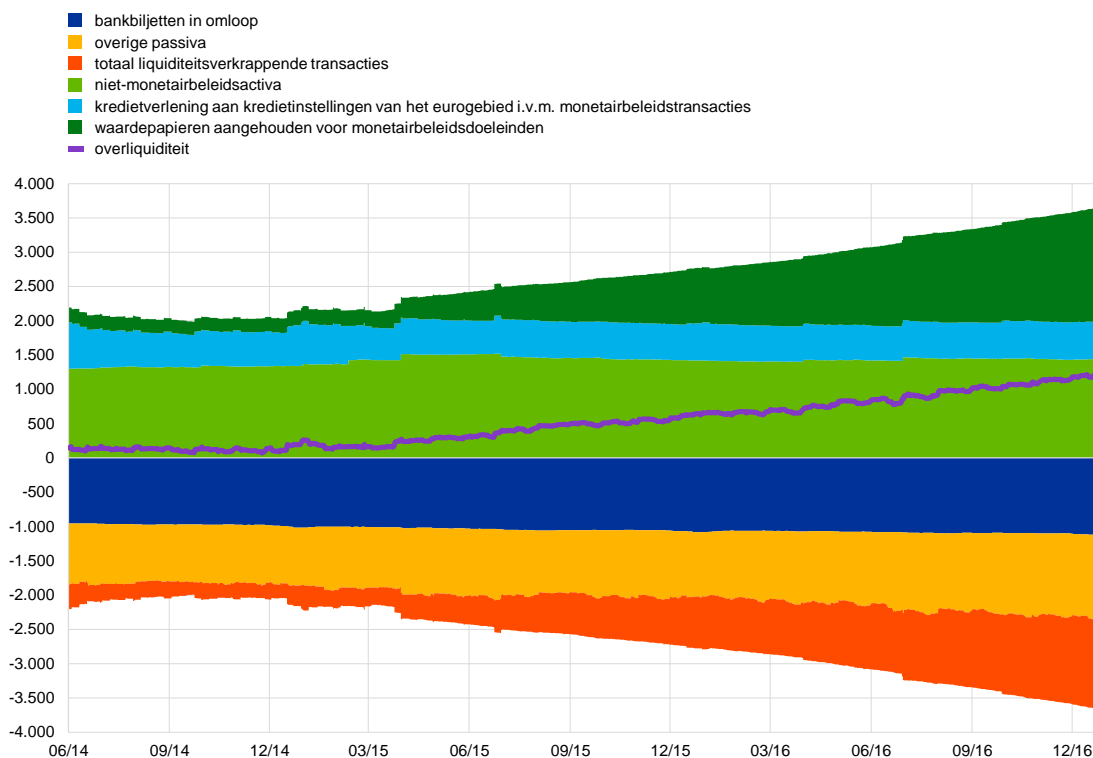
<sup>57</sup> Met name het ECB-richtsnoer betreffende nationale beheertransacties inzake activa en passiva door centrale banken (ECB/2014/9) en de Overeenkomst inzake Netto Financiële Activa (ANFA).

<sup>58</sup> De reserves van tegenpartijen omvatten saldi op rekening-courant en op de depositofaciliteit bij de NCB's en, tijdens de periode waarin het Eurosysteem dergelijke transacties uitvoerde, voor monetairbeleidsdoeleinden aangetrokken termijndeposito's.

## Grafiek

### Verloop van de geconsolideerde balans van het Eurosysteem

(EUR miljard)



Bron: ECB.

Toelichting: Positieve cijfers hebben betrekking op activa, negatieve op passiva. De lijn voor liquiditeitsoverschotten stelt een positieve waarde voor, hoewel die lijn verwijst naar de som van de volgende passiefposten: rekeningen-courant bovenop de reserveverplichtingen en beroep op de depositofaciliteit.

### Gemiddelde looptijd van de portefeuille en verdeling over activa en rechtsgebieden

Sinds de start van het APP heeft de ECB wekelijks het verloop gepubliceerd van de activa die worden aangehouden in het kader van de diverse programma's waaruit het APP bestaat. Daarnaast publiceert de ECB maandelijks de uitsplitsing tussen aankopen op de primaire en de secundaire markt van de aangehouden effecten voor het CBPP3, het ABSPP en het CSPP, alsook de uitsplitsing naar het land van de emittent – inclusief de gewogen gemiddelde looptijd – van de in het kader van het PSPP aangehouden effecten.<sup>59</sup>

Eind 2016 maakte het PSPP het grootste deel van het APP uit, met 82% van de totale in het kader van het APP aangehouden effecten. Voor het PSPP wordt de toerekening van de aankopen aan de thuismarkt van de NCB's bepaald door de kapitaalsleutel van de ECB. Binnen de hun toegewezen individuele quota kunnen de ECB en de NCB's flexibel kiezen tussen aankopen van effecten van de centrale, regionale en lokale overheid, effecten die werden uitgegeven door in de respectieve rechtsgebieden gevestigde agentschappen en, zo nodig, effecten uitgegeven door supranationale instellingen.

De gewogen gemiddelde looptijd van het PSPP bedroeg eind 2016 8,3 jaar, hoewel er sprake is van enige variatie tussen de rechtsgebieden. De looptijd van de door het Eurosysteem

<sup>59</sup> Informatie over het verloop van de in het kader van het APP aangehouden activa is beschikbaar op de website van de ECB, op het adres <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>.

aangekochte activa is in twee opzichten relevant: enerzijds stelt deze het Eurosysteem in staat het renterisico van de markt weg te nemen en beleggers er aldus toe aan te zetten hun portefeuilles te herschikken; anderzijds streeft het Eurosysteem een voor de markt neutrale portefeuillesamenstelling na, door in alle rechtsgebieden effecten met alle in aanmerking komende looptijden aan te kopen, op een wijze die de samenstelling van de markt voor overheidsobligaties in het eurogebied weerspiegelt. Zoals in december 2015 werd aangekondigd, zullen de aflossingsbetalingen van de hoofdsom van de in het kader van het APP gekochte effecten worden herbelegd wanneer die vervallen, voor zolang als nodig is, waardoor de uit hoofde van het APP aangehouden effecten constant worden gehouden tot na de periode van de nettoaankopen van activa.

### Verloop van de herfinancieringstransacties van het Eurosysteem

Het uitstaande bedrag van de herfinancieringstransacties van het Eurosysteem is sinds begin juni 2014 met ongeveer € 84 miljard gedaald. Op dat ogenblik stond nog een groot volume driejaars langerlopende herfinancieringstransacties uit en werd het nog afgelost. Sindsdien is het looptijdprofiel van de krediettransacties van het Eurosysteem verlengd. De gewogen gemiddelde looptijd is toegenomen van ongeveer een half jaar in juni 2014 tot drie jaar eind 2016, voornamelijk als gevolg van de twee reeksen TLTRO's met een oorspronkelijke looptijd tot vier jaar.

---

## 3 De Europese financiële sector: verbetering van de weerbaarheid in een omgeving van geringe winsten

In haar regelmatige beoordeling van de opkomende risico's en de weerbaarheid van het financieel stelsel wees de ECB in 2016 op een aantal risico's voor de financiële stabiliteit van het eurogebied. Het algemene peil van de systeemstress in het eurogebied bleef evenwel beperkt. Hoewel de financiële instellingen vaak kampten met geringe winstgevendheid, verbeterden ze in veel gevallen hun weerbaarheid, bijvoorbeeld door hun kapitalisatieniveau te verhogen.

Na de oprichting, in november 2014, van het Gemeenschappelijk Toezichtsmechanisme (Single Supervisory Mechanism – SSM), dat bestaat uit de ECB en de nationale bevoegde autoriteiten (national competent authorities - NCA's), was 2016 het tweede volledige jaar waarin de ECB haar macro- en microprudentiële taken uitvoerde. De ECB leverde ook een bijdrage aan verscheidene belangrijke regelgevende initiatieven en aan maatregelen die de totstandkoming van de derde pijler van de bankenunie beogen, namelijk een Europees depositogarantiestelsel.

### 3.1 Risico's en kwetsbaarheden in het financieel stelsel van het eurogebied

De ECB beoordeelt het verloop van de financiële stabiliteit in de financiële stelsels van het eurogebied en de EU om eventuele kwetsbaarheden en bronnen van systeemrisico's op te sporen. Ze werkt daartoe samen met de andere centrale banken van het Eurosysteem en met het Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB). Eventuele systeemrisico's in het financieel stelsel worden aangepakt via macroprudentiële beleidsmaatregelen.

De ECB licht haar analyse van de financiële stabiliteit toe in het halfjaarlijks Financial Stability Review.<sup>60</sup> Ze biedt eveneens analytische ondersteuning aan het Europees Comité voor Systeemrisico's in het kader van de financiële stabiliteitsanalyse.

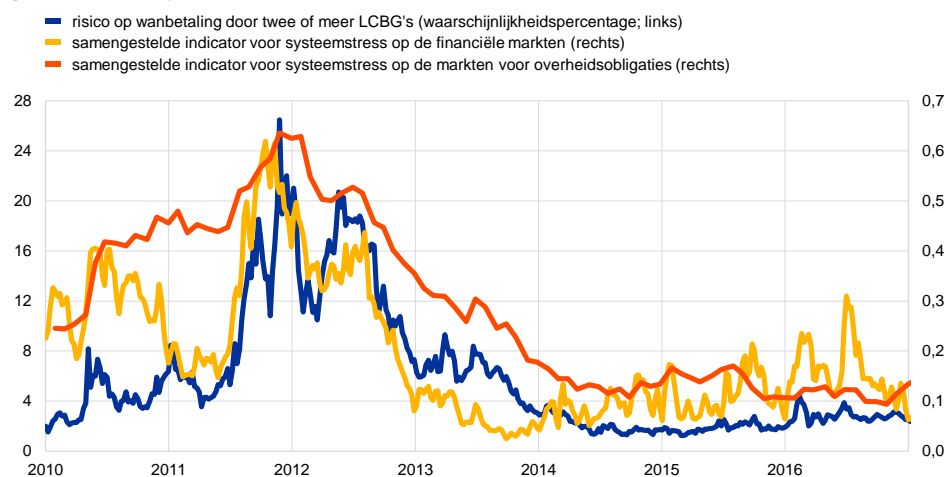
## Periodes van onrust op de mondiale financiële markten in 2016 en bezorgdheid over de winstvooruitzichten van de banken in het eurogebied

Het algemene niveau van de systeemstress in het eurogebied bleef in 2016 beperkt, ondanks korte periodes van onrust op de mondiale financiële markten. Zo verslechterde het marktsentiment omstreeks het begin van het jaar als gevolg van de volatiliteit van de Chinese aandelenprijzen en de bezorgdheid over de opkomende markten. Later in het jaar ontstond politieke onzekerheid naar aanleiding van de resultaten van het referendum in het Verenigd Koninkrijk over het EU-lidmaatschap en de presidentsverkiezingen in de Verenigde Staten. De koersen van de bankaandelen in het eurogebied maakten in 2016 periodes van sterke volatiliteit door, die al met al bijdroegen tot een stijging van de geraamde kosten van aandelenkapitaal. Een van de belangrijkste redenen daarvoor was nog steeds de bezorgdheid van de markt over de winstvooruitzichten van de banken van het eurogebied in een omgeving van geringe groei en lage rente. Tegelijkertijd werden de pieken van de systeemstress in het eurogebied getemperd door het aanhoudend soepel monetair beleid en de wegebbende bezorgdheid van de markt over China: de standaardindicatoren voor bank-, budgettaire en financiële stress bleven eind 2016 immers laag (zie Grafiek 30).

### Grafiek 30

Samengestelde indicatoren van systeemstress in de financiële markten en de markten voor overheidsobligaties, en de waarschijnlijkheid dat twee of meer bankgroepen in gebreke blijven

(jan. 2011 – dec. 2016)







Bronnen: Bloomberg en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De "waarschijnlijkheid dat twee of meer LCBG's in gebreke blijven" verwijst naar de waarschijnlijkheid dat banken in een steekproef van 15 grote en complexe bankgroepen (large and complex banking groups – LCBG's) over een periode van één jaar terzelfder tijd niet aan hun verplichtingen kunnen voldoen.

<sup>60</sup> Zie [Financial Stability Review](#), ECB, mei 2016 en [Financial Stability Review](#), ECB, november 2016.

Tegen die achtergrond werden in 2016 vier belangrijke risico's geïdentificeerd voor de financiële stabiliteit van het eurogebied (zie Tabel 2). De kans op een mondiale risicoherwaardering nam toe als gevolg van de grotere politieke onzekerheid, kwetsbaarheden in de opkomende markten en de relatief lage risicowaardering in de markten. Tegelijkertijd bleven de beleggers de risiconiveaus in hun portefeuilles opdrijven tegen de achtergrond van de lage rente. Inzake activaprijzen bleef het rendement op bedrijfsobligaties in 2016 laag, terwijl een aantal aandelenmarkten tekenen van overwaardering vertoonden. In sommige landen werden ook signalen zichtbaar van overwaardering van huizen en commercieel vastgoed.

**Tabel 2**  
Belangrijkste risico's voor de financiële stabiliteit van het eurogebied volgens het Financial Stability Review van november 2016

	Huidig niveau (kleur) en recente verandering (pijl)*
<div style="display: flex; align-items: center;"> <div style="width: 15px; height: 15px; background-color: #800000; margin-right: 5px;"></div> <span>duidelijk systeemrisico</span> </div>	
<div style="display: flex; align-items: center;"> <div style="width: 15px; height: 15px; background-color: #FF4500; margin-right: 5px;"></div> <span>middelmatig systeemrisico</span> </div>	
<div style="display: flex; align-items: center;"> <div style="width: 15px; height: 15px; background-color: #FFD700; margin-right: 5px;"></div> <span>potentieel systeemrisico</span> </div>	
<p>Financiële besmetting als gevolg van een mondiale risicoherwaardering, veroorzaakt door toegenomen politieke onzekerheid in de geavanceerde economieën en aanhoudende kwetsbaarheden in de opkomende markten</p>	
<p>Negatieve wisselwerking tussen de geringe winstgevendheid van de banken en de lage nominale groei, tegen de achtergrond van het hoge niveau van niet-renderende leningen in sommige landen</p>	
<p>Terugkerende bezorgdheid over de houdbaarheid van de schuld van de overheidssector en de niet-financiële private sector in een omgeving van lage nominale groei, indien politieke onzekerheid hervormingen op nationaal en Europees niveau vertraagt.</p>	
<p>Potentiele spanningen in de beleggingsfondssector, die de liquiditeitsrisico's en de spillovereffecten op het bredere financieel stelsel versterken.</p>	

Bron: ECB.

\* De kleur geeft het gecumuleerde risiconiveau weer, dat een combinatie is van de waarschijnlijkheid dat het gelopen risico wordt bewaarheid en een raming van de vermoedelijke systemische impact van het geïdentificeerde risico in de komende 24 maanden, gebaseerd op het oordeel van ECB-medewerkers. De pijlen geven aan of het risico sinds het vorig Financial Stability Review is vergroot.

Andere belangrijke problemen in 2016 waren in tal van opzichten een erfenis van de bank- en overheidsschuldencrisissen. De banksector van het eurogebied bleef kwetsbaar, ondanks zijn weerbaarheid tegen de hierboven beschreven spanningen op de markten. De zwakke economische groei en de daarmee gepaard gaande lagerenteomgeving drukten de winstvooruitzichten van de banken in de geavanceerde economieën (zie Grafiek 31). Ondanks die problemen hebben de banken hun kapitaalpositie de afgelopen jaren aanzienlijk versterkt, zoals ook werd bevestigd door de uitkomsten van de EU-brede stresstest van de Europese Bankautoriteit (European Banking Authority – EBA) in 2016.

In een aantal landen van het eurogebied werden de winstvooruitzichten ook gedrukt door structurele overcapaciteit en de nog steeds onvolledige aanpassing van de bedrijfsmodellen aan de lagerenteomgeving (zie Kader 7).

Voorts bleef het aantal niet-renderende leningen in sommige landen van het eurogebied hoog, wat leidde tot bezorgdheid over de toekomstige winstgevendheid van de banken en de financiële stabiliteit (zie Kader 8). Bovendien bleef het aantal niet-renderende leningen traag afnemen. Op bankniveau waren de redenen

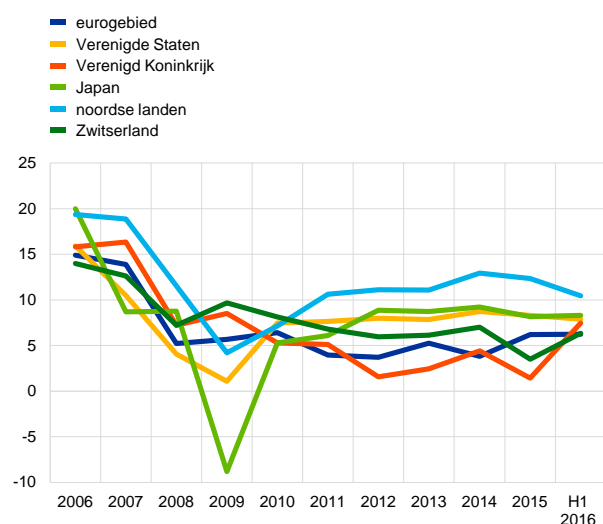


daarvoor onder meer de ontoereikende operationele capaciteit, een gebrek aan ervaring met het beheer van niet-renderende leningen, kapitaalrestricties en geringe winstgevendheid. Daarnaast werd de snelle afwikkeling van niet-renderende leningen belemmerd door structurele factoren, bijvoorbeeld inefficiënte faillissementswetgeving, knelpunten in de juridische stelsels, een gebrek aan regelingen voor buitengerechtelijke oplossingen, de minder ontwikkelde markt voor niet-renderende leningen en boekhoudkundige en fiscale problemen.<sup>61</sup>

### Grafiek 31

#### Mediaan van het rendement van de banken op het eigen vermogen in de belangrijkste geavanceerde economische regio's

(2006-2016, procenten op jaarbasis)



Bronnen: SNL Financial en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De gegevens voor 2016 betreffen de eerste helft van het jaar.

schaduwbankinstellingen, bevestigde dat de niet-bancaire financiële sector in 2016 bleef groeien.<sup>62</sup> Tegelijkertijd plooidde de banksector zich in 2016 verder terug op meer traditionele activiteiten. De verschuiving van de centralebank- en de wholesale-financiering naar financiering via deposito's ging gepaard met een daling van de op schulden gebaseerde activiteiten.

De risico's voor de financiële stabiliteit kwamen in 2016 eveneens voort uit factoren buiten de banksector. Om te beginnen, nam de bezorgdheid over de houdbaarheid van de schuld in de overheids- en de niet-financiële sector toe. Vervolgens steeg ook de risicobereidheid in de snel groeiende beleggingsfondssector. Hoewel de beleggingsfondsen in het eurogebied bestand bleven tegen de marktspanningen, wees de uitstroom uit een aantal vastgoedfondsen in het Verenigd Koninkrijk na het referendum op de kwetsbaarheden van open-eindefondsen (fondsen die een onbeperkt aantal aandelen kunnen uitgeven, waarbij beleggers op elk moment hun belegging van de hand kunnen doen). De risico's werden nog vergroot door het gebrek aan systeemperspectief in de regelgeving van de sector en de daaruit voortvloeiende moeilijkheden om te voorkomen dat sectorbrede risico's zouden ontstaan.

Een structurele analyse van de ruimere financiële sector van het eurogebied, met inbegrip van verzekeringsondernemingen, pensioenfondsen en

### Kader 7

#### Diversiteit van de bancaire bedrijfsmodellen en aanpassing aan de lagerenteomgeving

De onvolledige aanpassing van de bancaire bedrijfsmodellen aan de lagerenteomgeving is een belangrijke factor in de geringe winstgevendheid van de banken in het eurogebied. Vóór de financiële crisis werden de bankwinsten opgedreven door het omvangrijk vreemd vermogen, de goedkope wholesale-financiering en de risicobereidheid inzake vastgoedleningen of effectisering.

<sup>61</sup> Zie Fell, J., Grodzicki, M., Martin, R. en O'Brien, E., "Addressing market failures in the resolution of non-performing loans in the euro area", Financial Stability Review, ECB, november 2016, Special Feature B.

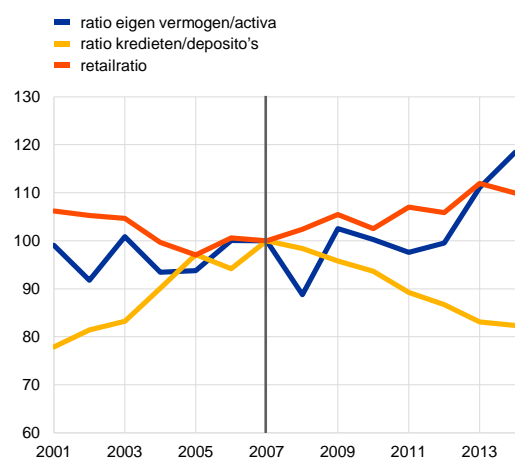
<sup>62</sup> Zie het [Report on financial structures](#), ECB, oktober 2016.

De crisis wees uit dat sommige van die strategieën niet duurzaam waren. De door de crisis teweeggebrachte veranderingen in de bereidheid van banken en beleggers om risico te nemen en in de regelgeving noopten tot een hervorming van de bancaire bedrijfsmodellen. De banken hebben de omvang van hun balans teruggeschroefd, hun kapitaalbasis versterkt en risicovollere activiteiten afgebouwd ten voordele van hun kernactiviteiten. In het eurogebied heeft dat over het algemeen geleid tot een verschuiving van investeringsbankieren en wholesale-activiteiten naar meer traditionele retailactiviteiten (zie Grafiek A).<sup>63</sup>

### Grafiek A

Veranderingen in de voornaamste kenmerken van de bedrijfsmodellen van belangrijke bankgroepen in de EU na de crisis

(2001-2014; index: 2007 = 100)



Bronnen: Bloomberg, SNL Financial en berekeningen van de ECB.  
Toelichting: De index berust op de mediaanwaarde voor elke indicator. De retailratio wordt berekend als de verhouding tussen de cliëntendeposito's plus (netto)leningen van cliënten en de totale activa.

Vaak wordt gesteld dat, in een klimaat van geringe groei en lage rente, een verdere aanpassing van de bedrijfsmodellen in de richting van meer inkomen uit provisies en commissies de winstgevendheid van de banken zou kunnen ondersteunen. Uit nader onderzoek blijkt evenwel dat het succes van een dergelijke strategie wellicht wordt bepaald door het specifieke bedrijfsmodel van de bank, en derhalve door het type van inkomen uit provisies en commissies dat die bank kan genereren.<sup>64</sup>

De bedrijfsmodellen van de banken kunnen worden gerangschikt op basis van het gewicht van diverse activiteiten in de bancaire balansen. Analyses van de ECB wijzen uit dat de grootte van de bank, haar buitenlandse posities en haar financieringsprofiel belangrijke determinanten zijn van de bedrijfsmodellen (zie Grafiek B)<sup>65</sup>. Ze tonen ook aan dat categorieën zoals

bewaarnemende banken,  
retailkredietverstrekkers, universele banken,

gespecialiseerde of sectorspecifieke kredietverstrekkers en grote internationale banken, zoals mondiaal systeemrelevante banken (global systemically important banks – G-SIB's), nuttig zijn om na te gaan welk effect diverse factoren op de banksector hebben (zie Grafiek C), of om in het banktoezicht vergelijkingen te maken met soortgelijke instellingen naar bedrijfsmodel.

Wat de wisselwerking tussen het inkomen uit provisies en commissies en de bedrijfsmodellen betreft, kunnen verscheidene lessen worden getrokken uit recente analyses van de ECB. Ten eerste zijn bewaarnemende banken en vermogensbeheerders het meest gericht op inkomen uit provisies en commissies, zulks als gevolg van de hoge concentratie van verbonden activiteiten die hun bedrijfsmodellen kenmerken (zie Grafiek B). Terwijl universele en retailbanken doorgaans ongeveer een vierde van hun inkomen uit provisies en commissies halen, zijn die inkomsten het

<sup>63</sup> Zie Kok, C., Moré, C. en Petrescu, M., "Recent trends in euro area banks' business models and implications for banking sector stability", Financial Stability Review, ECB, mei 2016, Special Feature C.

<sup>64</sup> Zie Kok, C., Mirza, H., Moré, C. en Pancaro, C., "Adapting bank business models: financial stability implications of greater reliance on fee and commission income", Financial Stability Review, ECB, november 2016, Special Feature C.

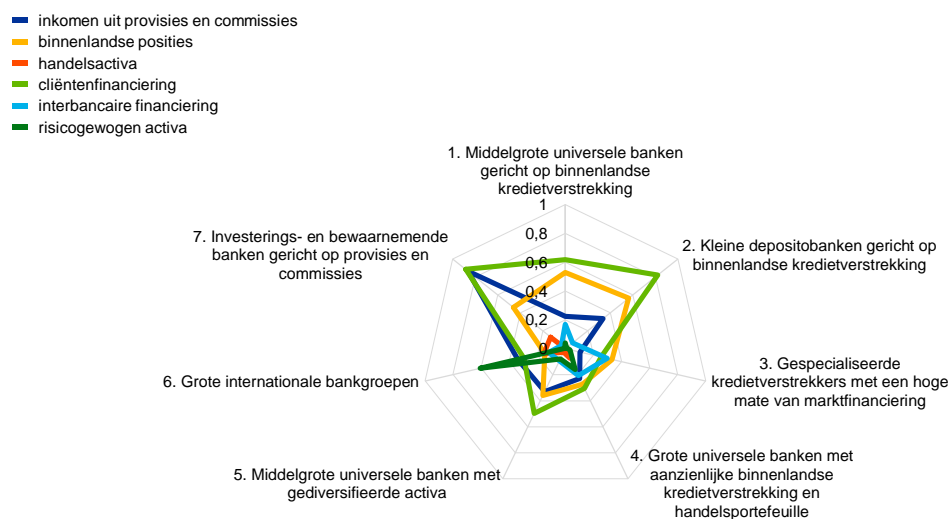
<sup>65</sup> Zie Franch, F. en Zochowski, D., "A statistical approach to classify euro area banks according to business model characteristics", Financial Stability Review, ECB, mei 2016, Special Feature C, Kader 2.

minst belangrijk voor gespecialiseerde kredietverstrekkers.<sup>66</sup> Mogelijk kan het specifieke bedrijfsmodel van dergelijke kredietverstrekkers moeilijker worden aangepast met het oog op een duidelijke verhoging van het inkomen uit provisies en commissies.

## Grafiek B

### Balansstructuur van de verschillende bedrijfsmodellen

(2014; ratio en procentueel aandeel van de totale activa en passiva of van het totale bedrijfsresultaat)



Bronnen: Bankscope, Bloomberg, SNL Financial en berekeningen van de ECB.

Toelichting: De gegevens zijn ontleend aan de balansen van 113 belangrijke instellingen die onder het toezicht van de ECB vallen. De grafiek toont de medianen van de variabelen die worden gebruikt voor de afbakening van de clusters, voor elk van de zeven voor 2014 geïdentificeerde clusters.

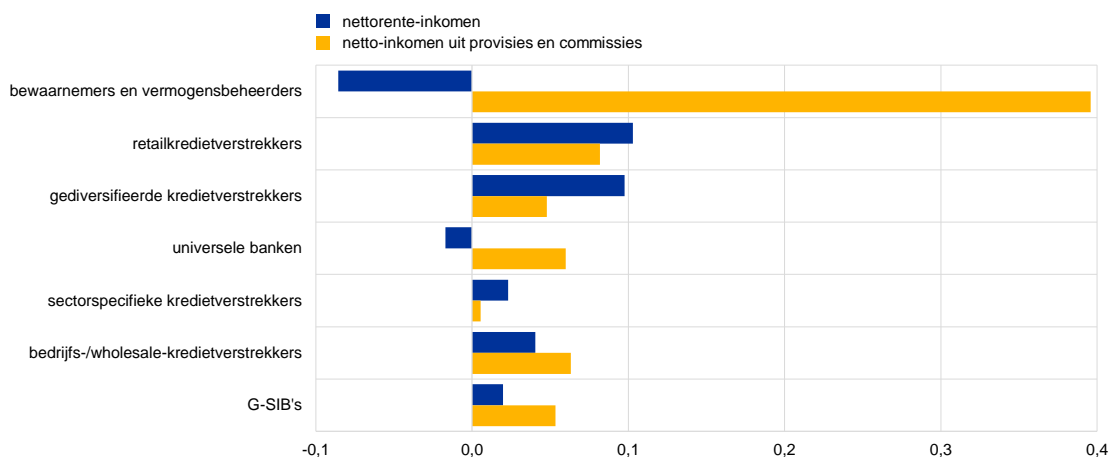
Ten tweede is het inkomen uit provisies en commissies sinds 2012 voor heel wat banken toegenomen (zie Grafiek C). Voor bewaarnemende banken, vermogensbeheerders en universele banken heeft het gestegen inkomen uit provisies en commissies tijdens de waarnemingsperiode de lagere nettorente-inkomens gecompenseerd. Banken met andere bedrijfsmodellen lieten zowel een positieve groei van de nettorente-inkomens als van het inkomen uit provisies en commissies optekenen, wat betekent dat het genereren van dit laatste inkomen wellicht nauw samenhangt met de algemene activiteiten van die banken. Of het nettorente-inkomen en het inkomen uit provisies en commissies als complementair of als elkaars substituut kunnen worden beschouwd, hangt derhalve af van het bedrijfsmodel van de bank en van de bron van het gegenereerde inkomen uit provisies en commissies.

<sup>66</sup> Zie ook Grafiek C.2 in Kok, C., Mirza, H., Moré, C. en Pancaro, C., "Adapting bank business models: financial stability implications of greater reliance on fee and commission income", Financial Stability Review, ECB, november 2016, Special Feature C.

## Grafiek C

### Veranderingen in het nettorente-inkomen en het netto-inkomen uit provisies en commissies voor belangrijke instellingen, uitgesplitst naar bedrijfsmodel

(mutaties in procentpunten van de nettorente-inkomens ten opzichte van de totale activa en van de netto-inkomens uit provisies en commissies ten opzichte van de totale activa tijdens de periode 2012-2015)



Bronnen: ECB en SNL Financial.

Toelichting: Het staal omvat 94 belangrijke instellingen die onder het toezicht van de ECB vallen. Universele banken omvatten ook G-SIB's die universele banken zijn, terwijl de G-SIB's geen universele banken omvatten.

Ten derde is uit een analyse van de gevolgen van die ontwikkelingen voor de financiële stabiliteit gebleken dat de weerbaarheid van het inkomen uit provisies en commissies tegen ongunstige macro-economische ontwikkelingen verschilt van het ene bedrijfsmodel tot het andere.<sup>67</sup> Doordat het inkomen uit provisies en commissies op diverse manieren kan worden gegenereerd, is die inkomstenbron mogelijk volatieler voor bedrijfskredietverstrekkers, wholesale-kredietverstrekkers, sectorspecifieke en retailkredietverstrekkers en universele banken dan voor gediversifieerde kredietverstrekkers en G-SIB's. Hoewel de stijging van het inkomen uit provisies en commissies de afgelopen jaren bijgedragen heeft tot het diversifiëren van de inkomstenbronnen voor bepaalde categorieën van deze bedrijfsmodellen, zou die bijdrage in ongunstiger omstandigheden aanzienlijk kunnen afnemen.

Tot slot, hoewel sommige banken tussen 2007 en 2014 op een ander bedrijfsmodel overschakelden, bleven de meeste in dezelfde groep.<sup>68</sup> Doorgaans zijn bancaire bedrijfsmodellen dus vrij star en kunnen ze niet zomaar worden aangepast aan een veranderende omgeving of in het vooruitzicht van spanningen. Specifieke gevolgen voor de financiële stabiliteit kunnen ontstaan als bepaalde bankclusters meer dan andere vatbaar zijn voor systeemstress. Dat zou dan op zijn beurt kunnen leiden tot een concentratie van het systeemrisico.

<sup>67</sup> Zie voetnoot 66.

<sup>68</sup> Zie voetnoot 66.

## 3.2 De macroprudentiële functie van de ECB

De verantwoordelijkheid voor beslissingen over macroprudentiële maatregelen in het eurogebied wordt gedeeld tussen de nationale autoriteiten en de ECB. De nationale autoriteiten behouden de bevoegdheid om macroprudentiële maatregelen te nemen, maar de ECB kan die maatregelen aanscherpen indien het om macroprudentiële instrumenten gaat die krachtens EU-wetgeving aan haar zijn toegewezen. De asymmetrische aard van de bevoegdheden weerspiegelt de rol die de ECB moet spelen om eventuele passiviteit (inaction bias) op nationaal niveau te ondervangen.

In 2016 hebben de ECB en de nationale autoriteiten wederom brede discussies gevoerd, zowel op technisch als op beleidsniveau, over het gebruik van macroprudentiële instrumenten. Doel van die discussies was het beoordelen van de doeltreffendheid van het macroprudentieel beleid in alle landen die onder het Europees bankentoezicht vallen.

### Macroprudentieel beleid in 2016

In 2016 versterkte de ECB haar coördinerende rol in het macroprudentieel beleid en haar externe communicatie over macroprudentiële aangelegenheden, dit teneinde de transparantie te verbeteren en de belangrijke rol van het macroprudentieel beleid te onderstrepen. De Raad van Bestuur heeft zijn [eerste verklaring over het macroprudentieel beleid](#) uitgegeven na besprekingen in het Macroprudentieel Forum, dat bestaat uit de leden van de Raad van Bestuur en de Raad van Toezicht van de ECB. In maart en oktober werden tevens de eerste twee Macroprudential Bulletins van de ECB gepubliceerd. Met dit Bulletin wordt beoogd het macroprudentieel beleid transparanter te maken, informatie te verstrekken over lopend onderzoek met betrekking tot macroprudentiële onderwerpen en toe te lichten hoe dit toepassing vindt in specifieke beleidswerkzaamheden van de ECB. In het eerste Macroprudential Bulletin werd ook het macroprudentieel beleidskader van de ECB besproken en werd nagegaan hoe dit zich verhoudt tot andere macroprudentiële fora en processen in de EU.<sup>69</sup>

De ECB vervulde ook haar wettelijk mandaat om de macroprudentiële beslissingen te beoordelen van de nationale autoriteiten in de landen die onder het Europees bankentoezicht vallen. Ze ontving kennisgevingen van meer dan honderd dergelijke beslissingen, waarvan de meeste betrekking hadden op de vaststelling van contracyclische kapitaalbuffers, de aanwijzing van systeemrelevante kredietinstellingen en de kalibratie van de kapitaalbuffers van deze laatste. De ECB ontving ook kennisgevingen over de invoering van de buffer voor systeemrisico's en van ondergrenzen voor risicogewichten in sommige landen.

Alle 19 eurolanden beoordelen de cyclische systeemrisico's en bepalen het niveau van de contracyclische kapitaalbuffer op kwartaalbasis. In de meeste eurolanden bleven de cyclische systeemrisico's beperkt. De Raad van Bestuur keurde de door

<sup>69</sup> Zie [Macroprudential Bulletin](#), Issue 1, ECB, 2016.

de nationale autoriteiten genomen beslissingen over de contracyclische kapitaalbuffers goed. Zo heeft de aanzienlijke opbouw van cyclische systeemrisico's in Slowakije tot de beslissing geleid om er de contracyclische kapitaalbuffer op 0,5% vast te stellen per 1 augustus 2017.

In 2016 hebben de ECB, de nationale autoriteiten en de Financial Stability Board (FSB), in overleg met het Bazels Comité voor Banktoezicht (BCBS), de beoordeling van mondiaal systeemrelevante banken (G-SIB's) in de eurolanden geactualiseerd. Op grond van die beoordeling werden acht banken in Frankrijk, Duitsland, Italië, Nederland en Spanje toegewezen aan de internationaal overeengekomen G-SIB-categorieën 1 en 3, waarvoor de kapitaalbufferpercentages respectievelijk 1,0% en 2,0% bedragen.<sup>70</sup> De nieuwe bufferpercentages zijn van toepassing vanaf 1 januari 2018, met inachtneming van een overgangperiode. De lijsten van G-SIB's en andere systeemrelevante instellingen (other systemically important institutions - O-SII's) en hun bufferpercentages worden op jaarbasis herzien.

De nationale autoriteiten hebben ook de kapitaalbuffers voor de 110 O-SII's vastgesteld. De vastgestelde bufferpercentages zijn in lijn met de nieuwe methodologie van de ECB voor het beoordelen van buffers voor O-SII's.<sup>71</sup> Alle instellingen die als O-SII's zijn aangewezen, zullen vanaf 2019 een strikt positief kapitaalbufferpercentage hebben.

## Macroprudentiële stresstests

In het kader van haar macroprudentiële functie heeft de ECB de EU-brede stresstest voor toezichtsdoeleinden, waaraan zij in 2016 actief heeft deelgenomen, uitgebreid met een macroprudentieel onderdeel.<sup>72</sup> Terwijl de stresstest voor toezichtsdoeleinden zich richt op het ramen van de rechtstreekse impact op de solvabiliteit van afzonderlijke banken, had het macroprudentieel onderdeel tot doel de potentiële afgeleide macro-economische effecten van stress te kwantificeren. De studie was gebaseerd op een door ECB-medewerkers ontwikkeld conceptueel

---

<sup>70</sup> De instellingen die als G-SIB's zijn aangewezen (met tussen haakjes de in 2019 volledig ingevoerde buffervereisten) zijn BNP Paribas (2,0%), Groupe BPCE (1,0%), Groupe Crédit Agricole (1,0%), Deutsche Bank (2,0%), ING Bank (1,0%), Banco Santander (1,0%), Société Générale (1,0%) en UniCredit Group (1,0%). De vereisten werden vastgelegd volgens de methodologie van de BCBS van juli 2013.

<sup>71</sup> De door de ECB gehanteerde methodologie voor O-SII's houdt in dat de banken in een van vier O-SII-categorieën worden ingedeeld op basis van hun score voor systeemrelevantie. Die score wordt berekend volgens de richtsnoeren van de Europese Bankautoriteit (EBA/GL/2014/10) voor de beoordeling van O-SII's, die de relevante indicatoren bevatten voor het bepalen van de systeemrelevantie van afzonderlijke instellingen. Zie ook de [bijlage](#) bij het persbericht van 15 december 2016.

<sup>72</sup> Voor meer informatie, zie [Macroprudential Bulletin](#), Issue 2, ECB, 2016.

kader, dat als ondersteuning zal worden gebruikt bij het bijstellen van de macroprudentiële beleidsmaatregelen.<sup>73</sup>

De eerste stap bestond in het ramen van de impact die veranderingen in het geaggregeerde volume van de bankleningen hebben op de solvabiliteit van de banken, waardoor de inconsistentie als gevolg van de veronderstelling van statische balansen in de methodologie voor EU-brede stresstests, gedeeltelijk werd weggenomen. In een tweede stap werden de afgeleide effecten op macro-economische variabelen geraamd. Die effecten hebben betrekking op de aanpassingen die de banken mogelijk aanbrengen wanneer hun kapitaalratio daalt tot onder een vooraf bepaalde kapitaaldoelstelling in het ongunstige scenario. De intensiteit van die effecten hangt af van de aanpassingsstrategie: hoe meer aandelen er worden uitgegeven, hoe kleiner de afgeleide macro-economische effecten.

Naast de endogene reactie van de banksector op stress, werden er in het macroprudentieel onderdeel van de oefening twee supplementaire factoren opgenomen die kunnen maken dat de solvabiliteit van de banken verder afneemt door de afgeleide effecten van spanningen, namelijk de onderlinge verwevenheid van banken en de sectoroverschrijdende effecten via aandelenbezit. De conclusie van de oefening was dat de rechtstreekse besmetting via interbancaire geldmarkten beperkt zou moeten blijven, terwijl de sectoroverschrijdende effecten voornamelijk een invloed zouden hebben op niet-bancaire financiële instellingen, in het bijzonder op beleggings- en pensioenfondsen.

## Samenwerking met het Europees Comité voor Stysteemrisico's

De ECB bleef analytische, statistische, logistieke en administratieve ondersteuning verlenen aan het ESRB-secretariaat, dat verantwoordelijk is voor de dagelijkse werkzaamheden van het ESRB. Het Comité voor financiële stabiliteit van de ECB stelde samen met het Wetenschappelijk Adviescomité en het Technisch Adviescomité van het ESRB een verslag op over de macroprudentiële beleidsvraagstukken die door de lage rentevoeten en de structurele veranderingen in het Europese financiële stelsel zijn ontstaan.<sup>74</sup> In het verslag wordt ingegaan op de potentiële aan de lagerenteomgeving gerelateerde risico's in de verschillende financiële sectoren en worden mogelijke macroprudentiële beleidsoplossingen belicht. Dat verslag betreft niet alleen banken, maar ook andere soorten van financiële instellingen, financiële markten en marktinfrastructuur, overkoepelende aangelegenheden met betrekking tot het financiële stelsel, en de wisselwerking met de bredere economie.

<sup>73</sup> Zie Henry, J. en Kok, C. (eds.), "A macro stress testing framework for assessing systemic risks in the banking sector", *Occasional Paper Series*, nr. 152, ECB, oktober 2013, en Constâncio, V., "The role of stress testing in supervision and macroprudential policy", speech tijdens een conferentie op de London School of Economics over stresstesting en macroprudentiële regulering, 29 oktober 2015. Het gaat om een top-down modulair analytisch kader, dat bestaat uit afzonderlijke modellen en instrumenten die gecombineerd kunnen worden om een brede analyse uit te voeren van de impact van macrofinanciële stress.

<sup>74</sup> Zie het [persbericht](#) van het ESRB van 28 november 2016.

Voorts ondersteunde de ECB het ESRB bij het publiceren, op 28 november 2016, van acht landspecifieke waarschuwingen over kwetsbaarheden met betrekking tot residentieel vastgoed. Daartoe analyseerde ze indicatoren van onevenwichtigheden en ontwikkelde ze overwaarderingsmodellen. De behandelde kwetsbaarheden hadden betrekking op de stijgende schuldenlast van de huishoudens en op het vermogen van deze laatste om hun hypotheekschuld af te lossen, evenals op de waardering of het prijsverloop van residentieel vastgoed. Niettegenstaande deze analyse, moeten de leemtes in de vastgoedgegevens verder worden aangevuld, zoals vermeld in een [ESRB-Aanbeveling](#) die de geharmoniseerde definities bevat die nodig zijn om gegevens te verzamelen over de residentiële en de commerciële vastgoedsector.

### 3.3 De microprudentiële functie van de ECB

2016 was voor ECB-Bankentoezicht het tweede volledige werkingsjaar. Het hele jaar door bleven activiteiten op dit gebied bijdragen tot een stabiele Europese banksector en gelijke concurrentievoorwaarden voor alle banken in het eurogebied.

De ECB verfijnde de procedure van prudentiële toetsing en evaluatie (Supervisory Review and Evaluation Process – SREP) voor de bankgroepen waarover ze rechtstreeks toezicht houdt, via de publicatie van hoogwaardige [verwachtingen inzake de interne solvabiliteits- en liquiditeitsbeoordelingsprocedures van de banken](#), alsook van een [aanbeveling](#) betreffende het beleid van de banken inzake dividenduitkeringen. Bovendien nam ze verduidelijkingen van de Europese Commissie en de EBA in aanmerking. Prudentiële kapitaalopslagfactoren bestaan nu uit twee componenten: de vereisten waaraan de banken te allen tijde moeten blijven voldoen en de aanbevelingen waarvan de niet-naleving niet automatisch zou leiden tot een optreden van de toezichthouder, maar aanleiding zou geven tot een beoordeling per geval en mogelijk tot bankspecifieke maatregelen. In de SREP van 2016 weerspiegelden de aanbevelingen de resultaten van de door de EBA uitgevoerde stresstests. De totale kapitaalvereiste bleef al met al stabiel en werd niet beïnvloed door de veranderde methodologie.

Het toezicht op minder belangrijke instellingen (less significant institutions – LSI's) wordt gehouden door de NCA's, onder het oversight van de ECB. De ECB hanteert een proportionele, op risico gebaseerde benadering bij het oversight op LSI's, aangevuld met monitoring op sectorniveau om de onderlinge verbanden tussen LSI's in aanmerking te nemen. De ECB en de NCA's werkten voort aan de ontwikkeling van gemeenschappelijke standaarden voor het toezicht op de LSI's, bijvoorbeeld door het opzetten van een gemeenschappelijke monitoring van institutionele protectiestelsels<sup>75</sup> die zowel belangrijke instellingen (significant institutions - SI's) als LSI's omvatten.

---

<sup>75</sup> Een contractuele of wettelijke aansprakelijkheidsregeling die de deelnemende instellingen beschermt en met name ervoor zorgt dat hun liquiditeit en solventie toereikend zijn om zo nodig een faillissement te voorkomen.



Het Europees banktoezicht heeft de invulling van de door de Europese prudentiële regelgeving geboden keuzemogelijkheden en manoeuvreerruimte verder geharmoniseerd. Dit is een belangrijke stap in de richting van consistent toezicht en gelijke concurrentievoorwaarden voor SI's en LSI's. Toch blijft het regelgevend kader in het eurogebied in sommige gevallen versnipperd. Gelet op de doelstelling van een Europese bankenunie is verdere harmonisatie noodzakelijk.

Tegen de achtergrond van de geringe winstgevendheid in de Europese banksector analyseerde de ECB de bancaire bedrijfsmodellen en de winstfactoren, en startte ze een themaonderzoek. Ze stelde ook een leidraad op voor de banken over de aanpak van niet-renderende leningen, die in sommige delen van het eurogebied hoog blijven. In juni publiceerde de ECB een [Toezichtsverklaring van het SSM inzake governance en risicobereidheid](#), waarin de verwachtingen inzake toezicht worden uiteengezet. Ze startte eveneens met een gerichte beoordeling van de interne modellen van banken, inventariseerde de IT-risico's en werkte aan een leidraad voor met vreemd vermogen gefinancierde transacties.

ECB-Banktoezicht verhoogde eveneens zijn deelneming aan mondiale fora door lid te worden van de plenaire vergadering van de FSB.

Voor meer gedetailleerde informatie over ECB-Banktoezicht wordt verwezen naar het [Jaarverslag van de ECB over haar toezichtswerkzaamheden 2016](#).

### 3.4 Bijdragen van de ECB aan regelgevende initiatieven

In 2016 droeg de ECB bij aan de ontwikkeling van het regelgevend kader op internationaal en Europees niveau. De ECB had als voornaamste doelstelling ervoor te zorgen dat in het regelgevend kader op passende wijze rekening wordt gehouden met zowel macro- als microprudentiële overwegingen, alsook een kader te scheppen dat de stabiliteit van de individuele instellingen en van het financieel stelsel als geheel ondersteunt. De belangrijkste onderwerpen betreffende regelgeving voor de ECB in 2016 waren onder meer: (i) de voltooiing van de internationale kapitaal- en liquiditeitsnormen voor banken (Bazel III); (ii) de herziening van het micro- en macroprudentieel regelgevend kader in de Europese Unie (de Verordening en Richtlijn Kapitaalvereisten (Capital Requirements Regulation and Directive – CRR/CRD IV)); de beëindiging van het "too big to fail"-probleem; en (iv) de oprichting van een kapitaalmarktenunie (KMU) voor de Europese Unie en de versterking van het regelgevend kader verder dan de banksector. Daarnaast droeg de ECB in 2016 bij aan de lopende besprekingen over het oprichten van de derde pijler van de bankenunie, namelijk een Europees depositogarantiestelsel.

#### 3.4.1 De voltooiing van de internationale kapitaal- en liquiditeitsnormen voor banken

De ECB werkte in 2016 mee aan enkele initiatieven die gericht waren op de voltooiing van de regelgevende maatregelen als reactie op de financiële crisis. Daartoe heeft het Bazels Comité voor Banktoezicht (Basel Committee on Banking

Supervision – BCBS) de afgelopen acht jaar ook het prudentieel kader voor banken grondig herzien. Bazel III is een essentieel onderdeel van de hervormingen na de crisis en heeft tot doel passende en internationaal vergelijkbare normen te waarborgen en banken een bepaalde zekerheid inzake regelgeving te bieden, ter ondersteuning van de aanpassing van bedrijfsmodellen aan de huidige omgeving. Tegen die achtergrond droeg de ECB bij aan de uitgebreide herziening van het gebruik van interne modellen in het Bazelse akkoord voor kapitaalvereisten, waarmee een vermindering werd beoogd van de buitensporige variabiliteit van risicogewogen activa, die de basis vormen van de kapitaalvereisten. Daarnaast ondersteunde de ECB de werkzaamheden van het BCBS en de Europese Bankautoriteit (European Banking Authority – EBA) ter voltooiing van de hefboomratio als een vangnetmaatregel voor de risicogebaseerde kapitaalvereisten, in het bijzonder met betrekking tot de kalibratie van een passend minimumniveau van deze ratio, alsook voor een toeslag voor G-SIB's op basis van een internationaal geharmoniseerde definitie. In januari 2017 toonde de Groep van Presidenten en Hoofden van Toezicht, het toezichtorgaan van het BCBS, zich verheugd over de vooruitgang bij de hervormingen van de regelgeving na de crisis. Tegelijkertijd wees ze erop dat er meer tijd nodig was om de hervormingsvoorstellen af te werken, voordat de Groep ze zou kunnen beoordelen. Deze werkzaamheden zullen naar verwachting in de nabije toekomst worden voltooid.

### 3.4.2 De herziening van het micro- en macroprudentieel regelgevend kader in de Europese Unie

De implementatie van de overeengekomen internationale normen in de EU-wetgeving, met name via de herziening van de CRR/CRD IV, was een van de voornaamste uitdagingen inzake regelgeving in 2016, en zal dat in de komende jaren ook blijven. De herziening van de CRR/CRD IV zal zorgen voor de invoering van de hefboomratio in het EU-kader als een extra kapitaalmaatregel ter aanvulling van het risicogebaseerde kader voor kapitaalvereisten, evenals voor de invoering van de netto stabiele financieringsratio, die een langetermijnliquiditeitsvereiste is ter aanvulling van de bestaande kortetermijnvereisten die zijn vastgelegd door de liquiditeitsdekkingsratio. Doordat het nieuwe kader eveneens voorziet in passende stimuleringsmaatregelen voor banken en voor hun werknemers, zal het bovendien ook bijdragen tot een meer stabiele verlening van financiële diensten aan de reële economie. Deze herziening, die naar verwachting in 2017 zal worden afgerond, is een belangrijke fase in de hervorming van de EU-regelgeving.

De ECB droeg ook in aanzienlijke mate bij aan een ander belangrijk initiatief op het gebied van regelgeving: de in 2016 aangevatte herziening van het macroprudentieel beleidskader van de EU. De ECB ondersteunt een uitgebreide herziening van dat kader teneinde het doeltreffender te maken, en in 2016 werd een bijdrage van de ECB aan de raadpleging van de Europese Commissie ter zake gepubliceerd.<sup>76</sup> In dit opzicht is het belangrijk om het nieuwe institutionele landschap, met name de

<sup>76</sup> Zie "ECB contribution to the European Commission's consultation on the review of the EU macroprudential policy framework", ECB, december 2016.

oprichting van het SSM, in het macroprudentieel beleidskader te weerspiegelen, om de specifieke bevoegdheden van de micro- en macroprudentiële autoriteiten te herzien en te verduidelijken, om de coördinatieregelingen tussen de autoriteiten te stroomlijnen, om het instrumentarium voor het macroprudentieel beleid uit te breiden en hun activeringsmechanisme te vereenvoudigen, zodat de autoriteiten systeemrisico's tijdig en effectief kunnen aanpakken. Daartoe dient de huidige wetgeving grondig te worden herzien; het in de CRR/CRD IV en in de ESRB-Verordening<sup>77</sup> vastgelegd macroprudentieel kader dateert immers van vóór de oprichting van de bankenunie, en meer bepaald van het SSM.

### 3.4.3 Beëindiging van het "too big to fail"-probleem

In 2016 leverde de ECB ook een bijdrage aan een ander belangrijk initiatief op het gebied van regelgeving: de herziening van het herstel- en afwikkelingskader. Deze herziening beoogt ervoor te zorgen dat banken over een voldoende en geloofwaardig verliesabsorberend vermogen beschikken, en dat de afwikkelingskosten worden gedragen door de aandeelhouders en schuldeisers van de banken, niet door de belastingbetaler. Voor de G-SIB's werd op internationaal niveau reeds een nieuw concept overeengekomen: het totaal verliesabsorptievermogen (total loss-absorbing capacity – TLAC). Tegelijkertijd werd in het EU-kader een minimumvereiste inzake eigen vermogen en in aanmerking komende passiva (minimum requirement for own funds and eligible liabilities – MREL) ingevoerd. Dat vereiste geldt voor alle kredietinstellingen in de Europese Unie, ongeacht hun omvang. Dankzij de TLAC- en de MREL-vereisten wordt de afwikkelbaarheid van banken verbeterd. Derhalve wordt de financiële stabiliteit gevrijwaard en worden zowel 'moral hazard' als overbelasting van de overheidsfinanciën vermeden. Op een aantal belangrijke punten verschillen de beide concepten echter van elkaar, wat zou kunnen leiden tot inconsistenties in het regelgevend kader en tot een verstoring van de concurrentie. In dat opzicht biedt de lopende herziening van de Richtlijn herstel en afwikkeling van banken en van andere wetteksten van de EU de gelegenheid om het TLAC-vereiste in Europa ten minste voor de G-SIB's toe te passen en om de toepassing van het MREL-vereiste in de verschillende EU-lidstaten verder te harmoniseren, zodat mondiaal opererende instellingen in de verschillende rechtsgebieden een consistent geheel van regels dienen na te leven.

### 3.4.4 Financiële regelgeving buiten het bankwezen

Het is belangrijk dat ook voor de niet-bancaire financiële instellingen een passend regelgevend kader van kracht is. Daartoe droeg de ECB bij aan de bespreking over de voltooiing van de interne markt voor financiële diensten en kapitaal, wat inhoudt dat het gelijk speelveld tussen de banksector en de niet-bancaire sectoren verder

---

<sup>77</sup> Verordening (EU) nr. 1092/2010 van het Europees Parlement en de Raad van 24 november 2010 betreffende macroprudentieel toezicht van de Europese Unie op het financiële stelsel en tot oprichting van een Europees Comité voor systeemrisico's.

moet worden versterkt en dat er reële vooruitgang moet worden geboekt inzake het actieplan voor de KMU. Een betere spreiding van de financiële risico's, diversificatie, een verscherpte concurrentie tussen banken en niet-bancaire entiteiten en grensoverschrijdende concurrentie leveren economische voordelen op. Om de economie te financieren, kunnen kapitaalmarkten immers een belangrijke aanvulling zijn op banken. Dergelijke ontwikkelingen hebben echter gevolgen voor de financiële stabiliteit en kunnen nieuwe risico's doen ontstaan.

De ECB bleef in 2016 de maatregelen ondersteunen die gericht waren op een versnelling van de KMU. Een volwaardige KMU moet discrepanties in de nationale en Europese wetgevende kaders aanpakken, mochten die verschillen grensoverschrijdende werkzaamheden belemmeren, zoals faillissementswetgeving en belastingheffing. Het is ook zaak de rechtsgrondslag vast te stellen voor macroprudentiële instrumenten die buiten de banksector kunnen worden gebruikt.

### 3.4.5 Een Europees depositogarantiestelsel

De ECB droeg in 2016 bij aan de verdere besprekingen over de oprichting van een Europees depositogarantiestelsel, en steunt het stappenplan voor de voltooiing van de bankenunie, waaronder risicodeling (het garantiestelsel zelf en een vangnet voor het Gemeenschappelijk Afwikkelingsfonds) en daarmee verband houdende risicobeperkende maatregelen.

De ECB acht het belangrijk dat dit stelsel zo snel mogelijk wordt ingevoerd, en dat er verder vooruitgang wordt geboekt inzake de agenda voor risicobeperking. Een Europees depositogarantiestelsel is de derde en laatste pijler van de bankenunie, en de oprichting ervan zou de financiële stabiliteit verder versterken en vrijwaren. Depositogarantie is een instrument dat 'ex ante' het vertrouwen verstevigt en bankrups te voorkomt, maar dat ook 'ex post' bescherming biedt tegen de negatieve gevolgen van individuele bankfaillissementen. Tegelijkertijd moet verder werk worden gemaakt van de tenuitvoerlegging van de resterende hervormingen, die zullen bijdragen tot een vermindering van de risico's in het bankstelsel.

## Kader 8

### Niet-renderende leningen in het eurogebied

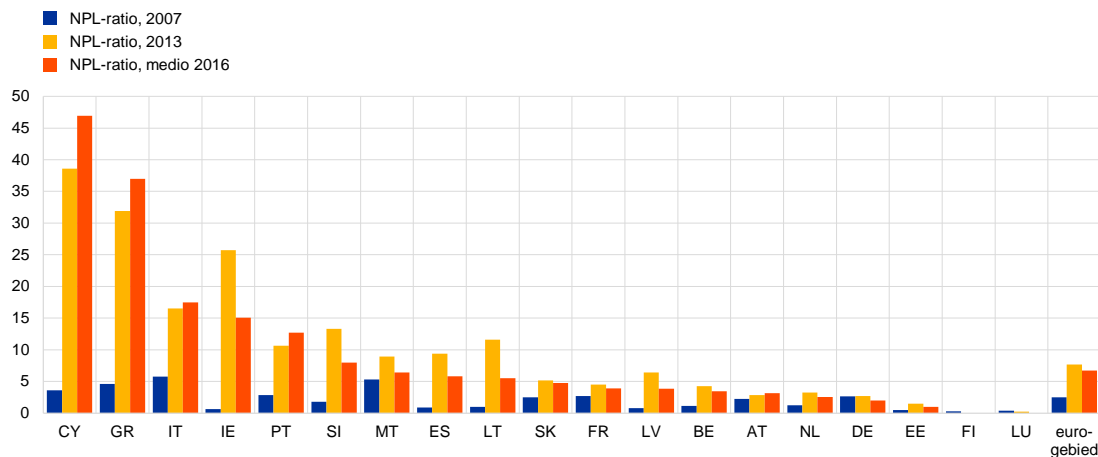
---

Na het uitbreken van de financiële crisis is de kwaliteit van de bankactiva in de landen van het eurogebied fors verslechterd. Een van de indicatoren voor de activakwaliteit is het aandeel van de niet-renderende leningen (non-performing loans – NPL's) – dat zijn leningen waarvoor de debiteur in gebreke blijft of wellicht zal blijven – in de totale kredietportefeuille van de bank. Na een laagtepunt van 2,5% eind 2007, liep de NPL-ratio voor het eurogebied als geheel op tot 7,7% eind 2013. Omstreeks medio 2016 daalde ze echter tot 6,7%, dit als gevolg van gecoördineerde maatregelen in een aantal landen (met name Ierland, Slovenië en Spanje) en de licht verbeterde macro-economische omgeving (zie grafiek A). In sommige landen blijft de NPL-ratio evenwel persistent hoog, bijvoorbeeld in Cyprus (47,0%), Griekenland (37,0%), Italië (17,5%) en Portugal (12,7%). De belangrijkste factor achter de verslechterende kwaliteit van de bankactiva in het eurogebied was de bedrijvensector, vooral de sector van de kleine en middelgrote ondernemingen (kmo's) en die van het commercieel vastgoed.

## Grafiek A

### Verloop van de NPL-ratio in het eurogebied

(in procenten)



Bron: IMF (Financial Soundness Indicators).

Toelichting: De gegevens voor medio 2016 voor Duitsland en Italië betreffen eind 2015. In plaats van ECB-gegevens worden IMF-gegevens gebruikt om een historische vergelijking te kunnen maken tussen de NPL-niveaus.

In de jaren vóór de financiële crisis namen de kredietverlening en de schulden van de private sector in een aantal landen fors toe, vaak in combinatie met stijgende vastgoedprijzen, waardoor de effecten van de crisis werden versterkt. Behalve die conjuncturele componenten, weerspiegelen hoge NPL-ratio's en de hardnekkigheid ervan een waaier aan structurele factoren in de verschillende landen. De geringe productiviteit, het zwakke externe concurrentievermogen en de hoge schulden van de bedrijfssector drukken de bedrijfsinvesteringen en de ondernemingsgroei, terwijl de zwakke overheidsfinanciën de risicopremie van de landen opdrijven. Tegelijkertijd bemoeilijken de trage arbeidsmarkthervormingen (met betrekking tot segmentatie en geringe flexibiliteit) en de gematigde vastgoedmarkten (voor onderpand) in sommige landen het herstel van de NPL's in het retailsegment. Tot slot wordt de efficiëntie van dat herstel belemmerd door tekortkomingen in het juridisch kader, vooral inefficiënte regelingen inzake gedwongen verkoop en insolventie, samen met beperkingen in de gegevensuitwisseling tussen crediteuren en de fiscale behandeling van afschrijvingen.

Een hoog NPL-peil zet de bankwinsten onder druk, aangezien het lagere rente-inkomens en hogere kosten voor voorzieningen met zich brengt. Bovendien verhogen de NPL's de kapitaalbehoeften van de banken en slorpen ze administratieve middelen op. Ze hebben ook een ongunstig effect op de financieringskosten van de banken, aangezien onzekerheid over de activakwaliteit het risicoprofiel van een bank verslechtert en de financieringskosten verhoogt. Dat kan een negatieve wisselwerking creëren omdat banken niet in de mogelijkheid zijn de NPL's af te wikkelen als ze niet voldoende kapitaal kunnen aantrekken. De geringe winstgevendheid en de zwakke kapitaalbasis van banken met veel NPL's beperken hun mogelijkheden aangezien er extra kapitaal nodig is om nieuwe leningen te verstrekken. Aangezien een aantal banken actief zijn buiten het eurogebied en in sommige gevallen een belangrijke rol spelen in buitenlandse banksectoren, kunnen de problemen waarmee ze in het binnenland kampen ook een negatief effect hebben op andere banksectoren en omgekeerd.

De zwaktes in de bancaire balansen kunnen doorwerken in de hele economie, wanneer banken met een hoog NPL-peil een tragere kredietgroei laten optekenen en hogere rentetarieven op

leningen aanrekenen; het terugdringen van de NPL's in het eurogebied zou de economische groei dan ook bevorderen.<sup>78</sup> Gelet op het naar verwachting gematigde economische herstel voor het eurogebied in 2017 en 2018<sup>79</sup>, en het nog steeds hoge schuldenpeil in de private en de overheidssector, zullen de NPL's op middellange termijn wellicht niet aanzienlijk afnemen, tenzij extra maatregelen worden genomen. Het terugdringen van de NPL's vergt een veelomvattende strategie, gericht op de structurele factoren achter die niet-renderende leningen.<sup>80</sup> Uit historische gegevens blijkt dat landen die tijdig en tegelijkertijd zowel binnen- als buitenbalansmaatregelen ten uitvoer hebben gelegd en zich daarbij specifiek hebben gericht op portefeuillesegmenten die worden beschouwd als de belangrijkste factoren achter de NPL's, de ratio's van deze laatste aanzienlijk hebben weten te verlagen (bijvoorbeeld Ierland, Slovenië en Spanje, waar de NPL-ratio tussen 2013 en medio 2016 met respectievelijk 16,7, 5,3 en 3,3 procentpunten is teruggelopen).

ECB-Banktoezicht levert aanmerkelijke inspanningen om de NPL's te helpen afwikkelen. Na de alomvattende beoordeling van 2014 bleef de ECB de activiteiten inzake afwikkeling van de NPL's ondersteunen via de voortdurende toezichtsdialoog met de betrokken banken. Teneinde dat aanslepend probleem vastberaden en krachtdadig aan te pakken, (i) inventariseerde ECB-Banktoezicht de praktijken inzake toezicht en de juridische, gerechtelijke en buitengerechtelijke kaders in een aantal landen van het eurogebied en (ii) werd een ontwerp van NPL-leidraad opgesteld<sup>81</sup>, dat in september 2016 ter raadpleging werd gepubliceerd. De definitieve leidraad wordt naar verwachting gepubliceerd in het voorjaar van 2017. De Joint Supervisory Teams zijn een actieve samenwerking gestart met de onder toezicht staande banken voor de tenuitvoerlegging van die leidraad, wat betekent dat banken met een hoog NPL-peil uitdagende en ambitieuze doelstellingen moeten opstellen om de NPL's aan te pakken. Voorts zorgt de leidraad voor meer consistentie in het vlak van respijt, NPL-erkenning, voorzieningen en verslaglegging teneinde het vertrouwen van de markt te herstellen en gelijke concurrentievoorwaarden te waarborgen. Het NPL-afwikkelingsproces is evenwel niet alleen een zaak van de toezichthouder en de banken. Er zijn dringend beleidsmaatregelen vereist om de structurele belemmeringen aan te pakken die de banken ervan weerhouden NPL's af te wikkelen en probleemschulden te herstructureren. Dergelijke maatregelen zouden erop gericht kunnen zijn de efficiëntie van de rechtsstelsels te verbeteren, de toegang tot onderpand te verhogen, snellere buitengerechtelijke procedures in het leven te roepen en fiscale belemmeringen weg te nemen. Bovendien moeten markten worden ontwikkeld voor probleemactiva en moet de verkoop van dubieuze leningen aan niet-bancaire investeerders worden vergemakkelijkt. Tegen die achtergrond is het eveneens zaak dienstverleners inzake NPL-aflossing te ontwikkelen, de gegevenskwaliteit te verbeteren en fiscale en juridische obstakels voor schuldhherstructurering uit de weg te ruimen.

---

<sup>78</sup> Volgens de kwantificering door Balgova, M., Nies, M. en Plekhanov, A. in "[The economic impact of reducing non-performing loans](#)", Working Paper No 193, European Bank for Reconstruction and Development, oktober 2016, zou de vermindering van de NPL's de bbp-groei opwaarts kunnen beïnvloeden met niet minder dan twee procentpunten per jaar. Dat geldt voor een mondiale steekproef van 100 landen. Soortgelijke resultaten voor het eurogebied worden evenwel opgetekend in [Global Financial Stability Report](#), International Monetary Fund, oktober 2016; [Euro area policies: selected issues – Country Report No 15/205](#), International Monetary Fund, juli 2015; en [Unlocking lending in Europe](#), European Investment Bank, oktober 2014, Kader 5.

<sup>79</sup> Zie [September 2016](#), door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties voor het eurogebied, ECB, 2016.

<sup>80</sup> Zie Fell, J., Grodzicki, M., Martin, R. en O'Brien, E., "[Addressing market failures in the resolution of non-performing loans in the euro area](#)", Financial Stability Review, ECB, november 2016, Special Feature B, voor een gedetailleerdere beschrijving van de structurele factoren achter NPL's.

<sup>81</sup> Zie [Draft guidance to banks on non-performing loans](#), ECB-Banktoezicht, september 2016.

# Overige taken en activiteiten

## 1 Marktinfrastructuur en betalingsverkeer

Voor de financiële sector, en daarmee ook voor de achterliggende marktinfrastructuur, is het zaak zich aan te passen aan de snelle technologische ontwikkelingen die ons leven momenteel zo diepgaand beïnvloeden. Digitalisering, globalisering en een grotere onderlinge verbondenheid geeft mensen en bedrijven nieuwe mogelijkheden om informatie te verzamelen, zaken te doen en te communiceren. Tegelijkertijd betekent het grotere aantal gebruikers en gegevens op digitale platforms, in de cloud en verspreid over allerlei netwerken dat er meer wegen voor cyberaanvallen openliggen. Cybercriminaliteit vormt niet alleen voor afzonderlijke marktdeelnemers maar ook voor het gehele operationele netwerk een bedreiging. Cyberweerbaarheid vormde voor de ECB en het Eurosysteem in 2016 dan ook een belangrijk aandachtspunt binnen de marktinfrastructuur en het betalingsverkeer.

Daarnaast heeft het Eurosysteem zich gebogen over de toekomstige strategische ontwikkeling van zijn marktinfrastructuur en onderzoekt het hoe het liquiditeitsbeheer op het gebied van betalingsverkeer, effectenafwikkeling en onderpandbeheer van het Eurosysteem efficiënter kan worden gemaakt. In nauwe samenwerking met marktdeelnemers wordt bestudeerd hoe aan nieuwe behoeften van gebruikers tegemoet kan worden gekomen en hoe technologische innovatie kan worden ingezet om opkomende risico's, zoals cyberdreigingen, voor te zijn.

Het Eurosysteem blijft hierbij de hoogste prioriteit toekennen aan veiligheid en efficiëntie. De soepele werking van de marktinfrastructuur is van essentieel belang voor het behoud van het vertrouwen in de euro en het ondersteunen van monetairbeleidstransacties. en speelt een voorname rol bij de stabiliteit van het Europese financiële stelsel en het bevorderen van de economische bedrijvigheid.

### 1.1 Consolidatie van TARGET2 en T2S

TARGET2, het brutovereveningssysteem van het Eurosysteem voor betalingstransacties in euro's, heeft in 2016 transacties verwerkt met een gemiddelde dagelijkse waarde van € 1,7 biljoen. Om een idee van de omvang van dit bedrag te geven: TARGET2 verwerkt iedere zes dagen een transactievolume dat vergelijkbaar is met het totale bbp van het eurogebied op jaarbasis.

TARGET2-Securities (**T2S**) is in juni 2015 van start gegaan en zorgt voor meer integratie van de Europese marktinfrastructuur voor effectenafwikkeling, die uiterst gefragmenteerd was. Het platform vormt een hoeksteen van het project van de Europese Commissie voor het opbouwen van een kapitaalmarktunie en heeft geleid tot een uitgebreide [agenda voor post-trade harmonisatie](#).

In twee geslaagde migratiegolven, in maart en september 2016, is het aantal centrale effectenbewaarinstanties (central securities depositories – CSD's) op het T2S-platform uitgebreid van 5 naar 12<sup>82</sup>. Tevens is hiermee het verwerkingsvolume uitgebreid tot circa 50% van het totale volume dat na aansluiting van de negen resterende deelnemende CSD's verwacht wordt. Naar verwachting verwerkt T2S zodra de volledige migratie in 2017 is voltooid ruim 550.000 transacties per dag.

Functioneel gezien gaat het bij TARGET2 en T2S om efficiënt liquiditeitsbeheer op het gebied van betalingsverkeer, effectenafwikkeling en onderpandbeheer. Deze twee systemen zijn echter op verschillende momenten ontwikkeld, functioneren op uiteenlopende platforms en maken gebruik van verschillende technische oplossingen en omgevingen. Het ligt dan ook voor de hand om naar synergie tussen de systemen te zoeken. De hoofddoelstellingen zijn daarbij het moderniseren van TARGET2, gebruikmaken van de mogelijkheden die T2S reeds biedt en het consolideren van de technische en functionele onderdelen van de dienstverlening van TARGET2 en T2S. Bovendien biedt consolidatie de kans om de cyberweerbaarheid en de dienstverlening aan gebruikers te verbeteren en om een gezamenlijk toegangskanaal op te zetten. De onderzoekswerkzaamheden op dit gebied zullen geheel 2017 in beslag nemen.

## 1.2 Verrekening ten behoeve van directe betalingen

De grootste uitdaging die de digitalisering van de betalingssector aan het Eurosysteem stelt, is te voorkomen dat de fragmentatie op de Europese markt terugkeert door de invoering van innovatieve betaalproducten en -diensten.

Op het gebied van retailbetalingen waren 'instant payments' wellicht het meest besproken onderwerp in 2016. Dit zijn directe betalingen waarbij de ontvanger onmiddellijk over zijn geld kan beschikken. Met het systeem voor directe betalingen dat in november 2016 werd ingevoerd, kunnen realtime betaaloplossingen aan eindgebruikers worden aangeboden. De Europese financiëlemarktinfrastructuur zou in november 2017 klaar moeten zijn voor de verwerking van directe betalingen op pan-Europese schaal.

Het Eurosysteem faciliteert de verrekening tussen retailbetalingsinfrastructuren met clearingdiensten voor pan-Europese directe betalingen in euro's. Het Eurosysteem biedt hiervoor een verbeterde TARGET2-functionaliteit voor geautomatiseerde clearinginstellingen (automated clearing houses – ACH's) en stimuleert de dialoog en interoperabiliteit tussen de verschillende ACH's.

Verder analyseert het Eurosysteem in het kader van zijn onderzoek naar de toekomst van zijn marktinfrastructuur de mogelijkheid om te komen tot een realtime

---

<sup>82</sup> In juni 2015 zijn er vier CSD's uit Griekenland, Malta, Roemenië en Zwitserland op het platform aangesloten en in augustus 2015 volgde de CSD uit Italië. In maart en september 2016 volgden er nog zeven CSD's, te weten uit Portugal, België (twee CSD's), Frankrijk, Nederland, Luxemburg en Denemarken.



[TARGET instant payment settlement-dienst](#), waarbij het hele jaar door op ieder moment verrekening in centralebankgeld plaatsvindt.

### 1.3 De toekomstige marktinfrastructuur van het Eurosysteem en 'distributed ledger technology'

In het kader van zijn strategische beschouwingen over de toekomst van de marktinfrastructuur van het Eurosysteem heeft de ECB zich over een reeks modellen voor [distributed ledger technology \(DLT\)](#) gebogen die momenteel worden ontwikkeld. Voor meer inzicht in de mogelijke gevolgen die DLT op de marktinfrastructuur heeft, verwijzen wij naar de [speciale publicatie](#) over dit onderwerp op de website van de ECB.

### 1.4 Een veilige financiëlemarktinfrastructuur

Het Eurosysteem bevordert in zijn toezichtsrol de veiligheid en de efficiëntie van financiëlemarktinfrastructuren (FMI's) en stimuleert waar nodig aanpassingen. In juli 2016 heeft de ECB een herziene versie van het [kader voor toezichtsbeleid van het Eurosysteem](#) gepubliceerd waarin onder andere ontwikkelingen in de regelgeving zijn verwerkt die de toezichtsfunctie van het Eurosysteem hebben beïnvloed. De ECB is de voornaamste toezichthouder op de drie systeemrelevante betalingssystemen (systemically important payment systems – SIP's), te weten TARGET2, EURO1 en STEP2. Gedurende 2016 heeft de ECB samen met de NCB's van de eurolanden deze SIP's uitgebreid beoordeeld op grond van de vereisten van de SIP's-verordening<sup>83</sup>. De ECB heeft ook haar toezichtsactiviteiten ten aanzien van T2S uitgebreid in overeenstemming met de verdere migratie van CSD's naar het gemeenschappelijke afwikkelingssysteem gedurende 2016.

Verder heeft de ECB een [verslag](#) gepubliceerd van een door de toezichthouders van het Eurosysteem georganiseerde crisiscommunicatie-oefening voor in het eurogebied werkzame FMI's. Deze marktbrede oefening was bedoeld om te beoordelen in hoeverre het Eurosysteem in staat is om zijn operationele en toezichtsverantwoordelijkheden tijdens een crisis op effectieve wijze uit te oefenen en om zekerheid te bieden over de effectiviteit van de crisisbeheersingsprocedures van de diverse belanghebbenden tijdens gebeurtenissen met grensoverschrijdende gevolgen. In algemenere zin werkt de ECB met andere centrale banken, regelgevers en autoriteiten samen aan het versterken van de weerbaarheid van de financiële sector als geheel tegen [cyberaanvallen](#). De ECB droeg bij aan een internationale leidraad over cyberweerbaarheid<sup>84</sup>, die in 2016 verscheen.

<sup>83</sup> Verordening van de Europese Centrale Bank (EU) Nr. 795/2014 van 3 juli 2014 met betrekking tot oversightvereisten voor systeemrelevante betalingssystemen (ECB/2014/28).

<sup>84</sup> [Guidance on cyber resilience for financial market infrastructures](#), Committee on Payments and Market Infrastructures-International Organization of Securities Commissions, juni 2016.

Met betrekking tot centrale tegenpartijen (central counterparties – CCP's) heeft de ECB een bijdrage geleverd aan de internationale werkzaamheden onder regie van de [betreffende normeringsinstellingen van de G20](#) gericht op afronding van de hervorming van wereldwijde derivatenmarkten.

Vanuit haar rol van centrale bank van uitgifte is de ECB betrokken gebleven bij samenwerkingsregelingen voor bepaalde FMI's in mondiaal en EU-verband. In dit kader droeg de ECB bij aan het lopende werk van de op CCP's toezichthoudende colleges gevestigd onder de Verordening Europese Marktinfrastructuur (European Market Infrastructure Regulation – EMIR). In diezelfde hoedanigheid heeft de ECB samen met de NCB's van het eurogebied voorbereidende werkzaamheden uitgevoerd in verband met de toekomstige autorisatie van CSD's onder de CSD-verordening.

## 2 Aan andere instellingen verstrekte financiële diensten

### 2.1 Beheer van krediettransacties

De ECB is verantwoordelijk voor het beheer van de krediettransacties (zowel opgenomen als verstrekte kredieten) van de EU in het kader van de [faciliteit voor financiële bijstand op de middellange termijn](#) (medium-term financial assistance facility - MTFA)<sup>85</sup> en het [Europees Financieel Stabiliteitsmechanisme \(EFSM\)](#)<sup>86</sup>. In 2016 verwerkte de ECB rentebetalingen met betrekking tot de onder de MTFA verstrekte leningen. Per 31 december 2016 stond er uit hoofde van deze faciliteit een totaalbedrag van € 4,2 miljard uit. De ECB verwerkte in 2016 tevens diverse betalingen en rentebetalingen met betrekking tot de onder het EFSM verstrekte leningen. Per 31 december 2016 stond er uit hoofde van dit mechanisme een totaalbedrag uit van € 46,8 miljard.

Op soortgelijke wijze is de ECB verantwoordelijk voor het beheer van de betalingen die voortvloeien uit de transacties in het kader van de [Europese Faciliteit voor Financiële Stabiliteit \(EFSF\)](#)<sup>87</sup> en het [Europese Stabiliteitsmechanisme \(ESM\)](#)<sup>88</sup>. In 2016 verwerkte de ECB diverse rentebetalingen en vergoedingen met betrekking tot onder het EFSF verstrekte leningen. Daarnaast verwerkte de ECB eveneens lidstaatsbijdragen aan het ESM en diverse rentebetalingen en vergoedingen met betrekking tot de onder dit mechanisme verstrekte leningen.

---

<sup>85</sup> Overeenkomstig Artikel 141, lid 2, van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie, Artikelen 17, 21.2, 43.1 en 46.1 van de Statuten van het ESCB, en Artikel 9 van Verordening van de Raad (EG) Nr. 332/2002 van 18 februari 2002.

<sup>86</sup> Overeenkomstig Artikel 122, lid 2, en Artikel 132, lid 1, van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie, Artikelen 17 en 21 van de Statuten van het ESCB, en Artikel 8 van Verordening van de Raad (EU) Nr. 407/2010 van 11 mei 2010.

<sup>87</sup> Overeenkomstig Artikelen 17 en 21 van de Statuten van het ESCB (in samenhang met Artikel 3, lid 5, van de EFSF-Kaderovereenkomst).

<sup>88</sup> Overeenkomstig Artikelen 17 en 21 van de Statuten van het ESCB (in samenhang met Artikel 5.12.1 van de algemene voorwaarden voor overeenkomsten inzake financiële bijstand in het kader van het ESM).

De ECB, ten slotte, is ook verantwoordelijk voor het verwerken van alle betalingen in het kader van de kredietfaciliteitsovereenkomst voor Griekenland.<sup>89</sup> Per 31 december 2016 stond er uit hoofde van deze faciliteit een totaalbedrag van €52,9 miljard uit.

## 2.2 Reservebeheerdiensten van het Eurosysteem

In 2016 is wederom een veelomvattende reeks financiële diensten aangeboden uit hoofde van het in 2005 ingevoerde kader voor het beheer van in euro luidende reserveactiva (Eurosysteem Reserve Management Services – ERMS) toebehorend aan cliënten. Het volledige pakket diensten wordt door individuele nationale centrale banken van het Eurosysteem (de "Eurosysteem service providers") op geharmoniseerde voorwaarden en volgens algemeen geldende marktstandaarden aangeboden aan centrale banken, monetaire autoriteiten en overheidsinstanties buiten het eurogebied, en aan internationale organisaties. De ECB vervult hierbij een overkoepelende coördinerende rol, waarbij zij ervoor zorgt dat het kader soepel functioneert en rapporteert aan de Raad van Bestuur.

Het aantal cliënten die in verband met de ERMS een zakelijke relatie onderhielden met het Eurosysteem was in 2016 286, vergeleken met 285 in 2015. Wat betreft de diensten zelf stegen in de loop van 2016 de totale geaggregeerde aanhoudingen (met inbegrip van liquiditeiten en aangehouden effecten) die binnen het EMRS-kader werden beheerd met ongeveer 8% ten opzichte van eind 2015.

## 3 Bankbiljetten en munten

De ECB en de nationale centrale banken van het eurogebied zijn verantwoordelijk voor de uitgifte van eurobankbiljetten binnen het eurogebied en voor het bestendigen van het vertrouwen in de munteenheid.

### 3.1 De omloop van bankbiljetten en munten

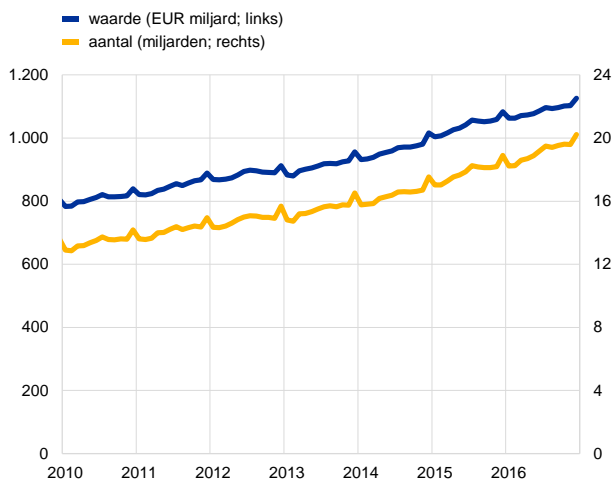
In 2016 stegen het aantal en de waarde van de [eurobankbiljetten in omloop](#) respectievelijk met rond 7,0% en 3,9%. Aan het eind van het jaar waren er 20,2 miljard eurobankbiljetten in omloop, met een totale waarde van € 1.126 miljard (zie Grafieken 32 en 33). De bankbiljetten van € 100 en € 200 lieten de hoogste groeicijfers op jaarbasis zien, te weten 13,4% en 12,9% in 2016. Het bankbiljet van € 50 vertoonde opnieuw een dynamische groei, die met 9,9% echter wat lager was dan in het voorgaande jaar.

---

<sup>89</sup> In de context van de overeenkomst inzake de kredietfaciliteit tussen de lidstaten die de euro als munt hebben (behalve Griekenland en Duitsland) en de Kreditanstalt für Wiederaufbau (handelend in het algemeen belang, onderworpen aan de instructies en met de waarborg van de Federale Republiek Duitsland) als kredietgevers en de Helleense Republiek als kredietnemer en de Bank of Greece als agent voor de kredietnemer, en overeenkomstig Artikelen 17 en 21.2 van de Statuten van het ESCB en Artikel 2 van Besluit [ECB/2010/4](#) van 10 mei 2010.

**Grafiek 32**

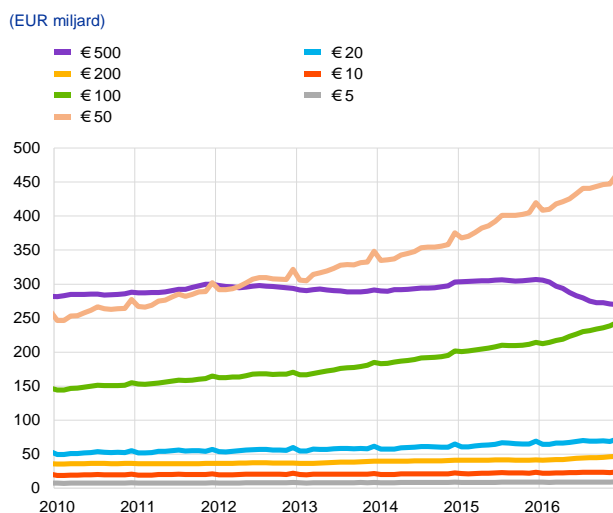
Aantal en waarde van de eurobankbiljetten in omloop



Bron: ECB.

**Grafiek 33**

Aantal eurobankbiljetten in omloop naar coupure



Bron: ECB.

De Raad van Bestuur heeft na een beoordeling van de coupuresamenstelling van de tweede serie bankbiljetten, de zogenoemde Europa-serie, besloten de productie van het € 500-biljet te beëindigen en het biljet niet in de Europa-serie op te nemen. Hiermee wordt tegemoet gekomen aan de bezorgdheid dat dit bankbiljet illegale activiteiten kan bevorderen. De uitgifte van het € 500-biljet wordt rond eind 2018 stopgezet, rond het moment waarop de bankbiljetten van € 100 en € 200 van de Europa-serie naar verwachting zullen worden ingevoerd. De overige coupures – van € 5 tot en met € 200 – worden gehandhaafd. De productie van eurobankbiljetten wordt gedeeld door de nationale centrale banken in het eurogebied, waaraan in 2016 de productie van in totaal 6,22 miljard bankbiljetten werd toegewezen.

Met het oog op de internationale rol van de euro en het brede vertrouwen in de eurobankbiljetten blijft het € 500-biljet wettig betaalmiddel en kan het derhalve als betaalmiddel en waardeopslagmiddel blijven worden gebruikt. Het € 500-bankbiljet zal, net zoals de andere bankbiljetcoupures van de euro, altijd zijn waarde behouden en kan bij de nationale centrale banken van het eurogebied voor onbepaalde tijd worden ingewisseld.

Na het besluit om met de uitgifte van € 500-biljetten te stoppen, daalde het aantal € 500-biljetten in omloop in 2016. Ten dele werd dit goedgemaakt door een grotere vraag naar de bankbiljetten van € 200, € 100 en € 50.

## Verwerking van eurobankbiljetten



Geschat wordt dat in termen van waarde rond een derde van de eurobankbiljetten in omloop buiten het eurogebied wordt aangehouden. Dit betreft voornamelijk de hogere coupures en deze worden voornamelijk in aangrenzende landen aangehouden als waardeopslag en voor de afwikkeling van transacties op internationale markten.

In 2016 nam het totale aantal euromunten in omloop toe met 4,2% en kwam eind 2016 uit op 121,0 miljard. Eind 2016 beliep de waarde van de munten in omloop €26,9 miljard, 3,6% hoger dan eind 2015.

In 2016 controleerden de nationale centrale banken van het eurogebied de echtheid en geschiktheid voor circulatie van rond de 32,3 miljard bankbiljetten, waarbij zij rond de 5,4 miljard aan de omloop onttrokken. Het Eurosysteem heeft zich tevens opnieuw ingespannen om fabrikanten van bankbiljettenapparatuur te helpen ervoor te zorgen dat hun machines voldoen aan de door de ECB gehanteerde normen voor de controle van eurobankbiljetten op echtheid en geschiktheid voordat deze weer in omloop worden gebracht. In 2016 controleerden kredietinstellingen en andere professionele contantgeldverwerkers met behulp van dergelijke machines circa 33 miljard eurobankbiljetten op hun echtheid en geschiktheid voor hercirculatie.

## 3.2 Een nieuw bankbiljet van €50

### Een nieuw bankbiljet van €50



Op 5 juli 2016 is het nieuwe bankbiljet van €50 onthuld, dat op 4 april 2017 in omloop komt. De invoering van het nieuwe biljet vormt de meest recente stap in het nog veiliger maken van de eurobankbiljetten. Na de biljetten van €5, €10 en €20 is het biljet van €50 de vierde coupure in de [Europa-serie](#). Het bevat verbeterde echtheidskenmerken, zoals het "smaragdgroene cijfer", een glanzend cijfer dat bij kanteling van het biljet een lichteffect toont dat op en neer beweegt en van kleur verandert, en een "portretraampje" – een nieuw en innovatief kenmerk, dat voor het eerst is gebruikt bij het €20-biljet van de Europa-serie. Wanneer het bankbiljet tegen het licht wordt gehouden, toont een doorzichtig raampje boven in het hologram een portret van Europa, een figuur uit de Griekse mythologie, dat aan beide zijden van het biljet zichtbaar is. Hetzelfde portret is ook te zien in het watermerk.

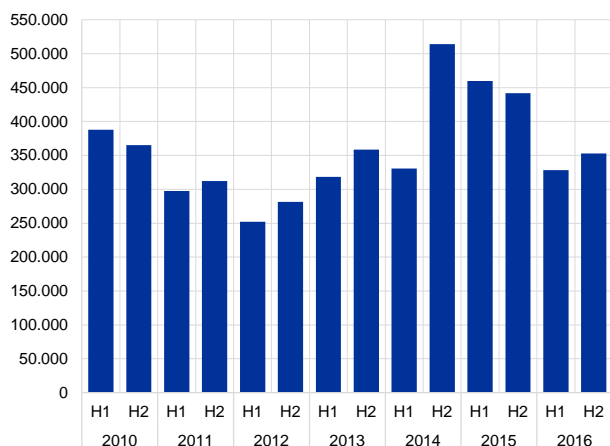
Ter voorbereiding van de invoering van het nieuwe bankbiljet van €50 voerden de ECB en de nationale centrale banken van het eurogebied een campagne om zowel het grote publiek als professionele contantgeldverwerkers over het nieuwe bankbiljet en zijn kenmerken te informeren. Zij namen voorts diverse maatregelen om

producenten van bankbiljettensorteermachines te helpen zich voor te bereiden op de invoering van het nieuwe bankbiljet.

### 3.3 Vervalste eurobankbiljetten

#### Grafiek 34

Aantal uit omloop genomen valse eurobankbiljetten



Bron: ECB.

Het totale aantal valse eurobankbiljetten nam in 2016 af, en er werden circa 685.000 vervalsingen aan de omloop onttrokken. In vergelijking met het aantal echte eurobankbiljetten in omloop is het aantal vervalsingen zeer gering. Grafiek 34 toont de langetermijnontwikkelingen in de hoeveelheid vervalsingen die uit circulatie worden gehaald. De biljetten van € 20 en € 50 vormen het belangrijkste doelwit van vervalsers en waren in 2016 samen verantwoordelijk voor circa 80% van het totale aantal in beslag genomen vervalsingen. Het aandeel van de vervalste € 20-biljetten daalde in 2016.

De ECB blijft het publiek adviseren alert te blijven op mogelijke fraude, te denken aan de "voel-kijk-kantel"-test en niet af te gaan op slechts één echtheidskenmerk. Daarnaast worden, zowel in Europa als daarbuiten, continu trainingen verzorgd voor professionele geldverwerkers en wordt actueel informatiemateriaal verspreid ter ondersteuning van de door het Eurosysteem gevoerde strijd tegen valsemunterij. De ECB werkt daartoe ook samen met Europol, Interpol en de Europese Commissie.

## 4 Statistieken

Bijgestaan door de NCB's houdt de ECB zich bezig met het ontwikkelen, verzamelen, samenstellen en publiceren van een breed spectrum aan statistieken die belangrijk zijn ter ondersteuning van het monetair beleid van het eurogebied, de toezichtfuncties van de ECB, diverse andere taken van het ESCB en de taken van het Europees Comité voor Systeemrisico's. Van deze statistieken wordt tevens gebruikgemaakt door overheden, financiëlemarktpartijen, de media en het grote publiek.

In 2016 is het ESCB de reguliere statistieken voor het eurogebied vlot en op tijd blijven verschaffen. Daarnaast heeft het aanzienlijke inspanningen verricht om aan de nieuwe eisen voor zeer tijdige, hoogwaardige en gedetailleerdere statistieken op land-, sector- en instrumentniveau te voldoen. Dergelijke eisen maken het nodig om "verder te gaan dan de totalen", wat het thema was van de achtste conferentie over statistieken van de ECB in juli 2016.<sup>90</sup>

<sup>90</sup> Voor meer informatie, zie de [website van de ECB](#).

## 4.1 Nieuwe en verbeterde statistieken voor het eurogebied

In juli 2016 is de ECB begonnen met de dagelijkse verzameling van individuele transactiegegevens over de eurogeldmarkt van de grootste banken in het eurogebied ten aanzien van alle belangrijke marktsegmenten (dat wil zeggen de segmenten van gedekte swaps, ongedekte swaps, swaps in vreemde valuta en overnight index swaps). Hierbij gaat het om circa 45.000 transacties per dag. Met deze informatie kunnen diverse beleidsfuncties worden ondersteund en kunnen nieuwe statistieken worden gepubliceerd.

Ingevolge Verordening ECB/2014/50 (en de Richtlijn Solvency II) zijn nieuwe verbeterde statistieken van verzekeringsinstellingen over het eerste en tweede kwartaal van 2016 verzameld. Deze gegevens komen voort uit een meerjarige samenwerking tussen de ECB en de European Insurance and Occupational Pensions Authority en tussen de NCB's en de nationaal bevoegde autoriteiten gericht op vermindering van de rapportagelast voor de sector. De gegevens worden beoordeeld en getotaliseerd voordat ze in 2017 worden gepubliceerd.

In april 2016 werd in de internationale investeringspositie van het eurogebied voor het eerst een volledige stock-flow-aansluiting opgenomen en bevatten de kwartaalcijfers voor het eurogebied "who-to-whom"-gegevens voor effecten, naast deposito's en leningen.

Sinds september 2016 publiceert de ECB de maandelijkse gegevenssjablonen voor internationale reserves en liquiditeit in buitenlandse valuta met een vertraging van 15 dagen, een vervroeging van de publicatie met 15 kalenderdagen.

In november 2016 is de ECB begonnen met de publicatie van additionele en gedetailleerdere kwartaalgegevens ten aanzien van de financiële gezondheid van belangrijke banken onder haar rechtstreekse toezicht. Een aantal van deze statistieken is beschikbaar per land en categorie. Dit komt de transparantie over de kwaliteit van de activa van banken ten goede en stimuleert de marktdiscipline.

In december 2016 publiceerde de ECB de uitkomsten van de tweede ronde van de Household Finance and Consumption Survey, met gegevens van ruim 84.000 huishoudens in het eurogebied (met uitzondering van Litouwen), evenals Hongarije en Polen (zie ook Paragraaf 5 van Hoofdstuk 2). De analyse van de bevindingen zal leiden tot een beter inzicht in hoe micro-economische verschillen van invloed zijn op macro-economische uitkomsten.

## 4.2 Overige statistische ontwikkelingen

Het ESCB ging verder met de ontwikkeling van nieuwe of aanmerkelijk verbeterde microdataplatforms als een primaire bron voor zijn statistieken. Hoewel fijnmazige informatie een grotere last voor de statistische functie van het ESCB betekent in termen van gegevensverwerking en kwaliteitsborging, is een mogelijk voordeel dat de lasten voor rapporterende instellingen worden verlicht. Bovendien kan er flexibel en snel op behoeften van gebruikers worden ingespeeld en worden de kwaliteit en de onderlinge consistentie van de verzamelde gegevens verbeterd.

De output van de Centrale Effectendatabase (Centralised Securities Database) is vergroot, onder andere ten behoeve van onderpandbeheer.

In mei 2016 keurde de ECB een nieuwe statistische Verordening (ECB/2016/13) goed voor het opzetten van een fijnmazige database met geharmoniseerde gegevens over kredieten en kredietrisico's voor het Eurosysteem. De AnaCredit-dataset zal vanaf eind 2018 voorzien in maandelijkse gegevens over afzonderlijke kredieten die door banken in het eurogebied en hun buitenlandse bijkantoren worden verstrekt aan bedrijven en andere rechtspersonen zoals gedefinieerd in de Verordening (het betreft geen natuurlijke personen). Parallel daaraan wordt de capaciteit van de Register of Institutions and Affiliates Database (RIAD) van het ESCB vergroot, zodat ook de benodigde informatie over niet-financiële ondernemingen wordt opgenomen.

In augustus 2016 heeft de ECB de Verordening en het Richtsnoer betreffende statistieken inzake aangehouden effecten gewijzigd om bij bankgroepen additionele boekhoudkundige en kredietrisicokenmerken te kunnen opvragen. Daarnaast wordt de lijst van rapporterende bankgroepen uitgebreid, zodat deze alle belangrijke bankgroepen bevat waarop de ECB rechtstreeks toezicht houdt. Het gewijzigde Richtsnoer stelt eveneens een beheerskader voor de gegevenskwaliteit in, ter beoordeling en waarborging van de kwaliteit van de geproduceerde gegevens.

Het ESCB hecht groot belang aan de kwaliteit van zijn statistieken en tracht tegelijkertijd de rapportagelast tot een minimum te beperken. In dit opzicht is het integreren van statistische en toezichtsvereisten van essentieel belang voor het stroomlijnen van het gehele proces waarbinnen banken aan nationale en Europese autoriteiten rapporteren. Drie belangrijke werkstromen op dit terrein betreffen: (i) de ontwikkeling van de Integrated Reporting Dictionary van de banken, in samenwerking met de sector, waarbij gemeenschappelijke regels worden vastgelegd die banken bij hun rapportages aan de autoriteiten toepassen<sup>91</sup>; (ii) het opstellen van een Single Data Dictionary voor het Eurosysteem en het SSM; en (iii) het vaststellen van een geharmoniseerd Europees rapportagekader voor banken.

In oktober 2016 besloot de ECB om de transparantie te vergroten van de impactstudie die wordt uitgevoerd voor nieuwe ECB-verordeningen betreffende Europese statistieken. Hiertoe wordt indien nodig geacht naast de sinds 2000 uitgevoerde kosten- en batenprocedure een publieke consultatie gehouden.

In november 2016 hebben de Europese Commissie en de ECB een memorandum van overeenstemming tussen Eurostat en het Directoraat-Generaal Statistieken van de ECB ondertekend met betrekking tot de kwaliteitsborging van statistieken waarop de procedure bij macro-economische onevenwichtigheden berust.

In 2016 is de ECB zich blijven inspannen om haar statistieken toegankelijker en gebruikersvriendelijker te maken, bijvoorbeeld met een nieuwe zoekfunctionaliteit in het Statistical Data Warehouse, dynamische grafieken, een bijgewerkte ECBstatsApp en nieuwe toelichtingen op de website "Onze statistieken" van de ECB.

<sup>91</sup> Voor meer informatie zie <http://banks-integrated-reporting-dictionary.eu/>



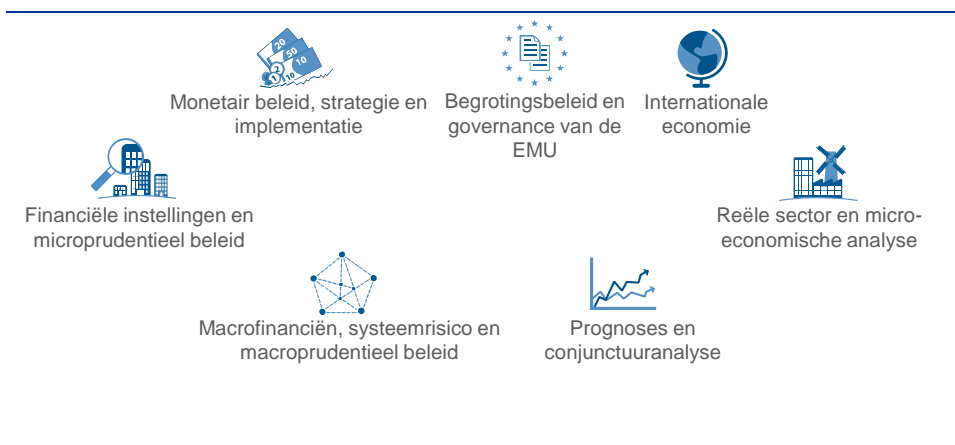
## 5 Economisch onderzoek

Hoogwaardig wetenschappelijk onderzoek legt een robuuste en stabiele basis onder de beleidsanalyses van de ECB en levert daarmee een belangrijke bijdrage aan het realiseren van beleidsdoelstellingen. In 2016 leidde het economisch onderzoek van de ECB tot nieuwe inzichten in een groot aantal uitdagende en verschuivende analyseprioriteiten. Daarnaast hebben de activiteiten van drie onderzoeksnetwerken geleid tot een verdere intensivering van de samenwerking tussen onderzoekers binnen het ESCB.<sup>92</sup>

### 5.1 Onderzoeksprioriteiten en onderzoeksgroepen bij de ECB

Het onderzoek bij de ECB is ondergebracht binnen zeven onderzoeksgroepen, die samen een brede selectie financieel-economische onderwerpen bestrijken (zie Figuur 1). Deze teams ondersteunen de ECB-onderzoeksagenda op verschillende vakgebieden. Om het grote potentieel aan onderzoekstalenten binnen de ECB ten volle te benutten, werken de groepen samen aan onderwerpen met een gemeenschappelijk belang. De ECB-onderzoeksteams richtten zich in 2016 op vier kernprioriteiten (zie Figuur 2) en leverden resultaten op het gebied van de transmissie van het monetair beleid, de achterliggende factoren van lage inflatie en het functioneren van nieuwe institutionele regelingen binnen de Economische en Monetaire Unie (EMU). Naast deze kerngebieden richtte het onderzoek zich op de matige groei-ontwikkeling in het eurogebied, het wereldwijde economisch klimaat, het bankwezen en microprudentieel beleid en modelontwikkeling en -verbetering. Met betrekking tot de verbetering van modellen lag de nadruk op de ontwikkeling van meer actuele modellen voor afzonderlijke landen en het eurogebied als geheel, om een beter inzicht te krijgen in de wisselwerking tussen de financiële en de reële sector van de economie.

**Figuur 1**  
Onderzoeksgroepen van de ECB



<sup>92</sup> Nadere informatie over de onderzoeksactiviteiten van de ECB en de daarmee verband houdende evenementen, publicaties en netwerken is te vinden op de [website van de ECB](#).

## Figuur 2

### Onderzoeksprioriteiten in 2016

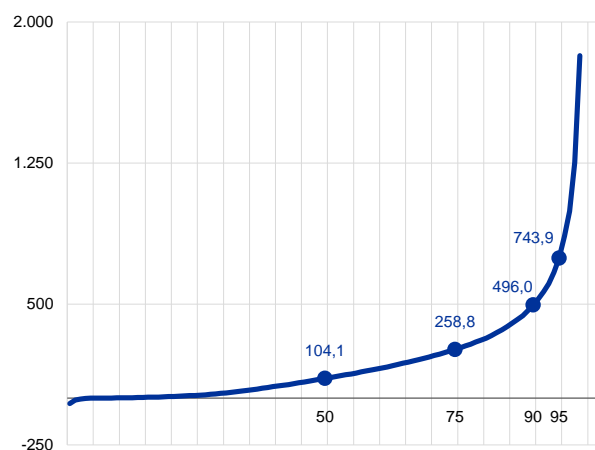
<b>1. Bijzonder monetair beleid</b> Aankoop van activa en herfinancieringstransacties Feitelijke ondergrens voor de rentetarieven Duurzame aanpassing van de inflatie	<b>2. Inflatie in een veranderende omgeving</b> Risico op ontankering van inflatieverwachtingen Bepalende binnenlandse en mondiale factoren achter de lage inflatie
<b>3. Het nieuwe macroprudentiële raamwerk</b> Effectiviteit van alternatief beleid Regelgeving m.b.t. kapitaal en liquiditeit	<b>4. Verdieping van de EMU en convergentie</b> EMU-governance en begrotingsbeleid Concurrentievermogen en convergentie

## 5.2 Onderzoeknetwerken van het Eurosysteem/ESCB

### Grafiek 35

#### De vermogensverdeling van huishoudens in het eurogebied

(y-as: EUR duizend; x-as: percentielen van nettovermogen)



Bron: Household Finance and Consumption Survey van het Eurosysteem.

De drie onderzoeknetwerken van het Eurosysteem/ESCB boekten aanzienlijke vooruitgang in 2016 en leverden belangrijke inzichten in het functioneren van de economieën van de EU en het eurogebied.

Het Wage Dynamics Network (WDN) heeft de derde ronde van zijn enquête afgerond, waarin onderzocht werd hoe bedrijven in de EU gereageerd hebben op de verschillende schokken en structurele hervormingen in de periode 2010-2013. De enquête was verspreid onder 25.000 bedrijven uit 25 EU-landen en heeft een volledig geharmoniseerde dataset opgeleverd die uitgebreide analyses tussen verschillende landen mogelijk maakt. Gedurende het jaar heeft het netwerk landspecifieke rapporten met daarin de belangrijkste bevindingen gepubliceerd, en een artikel in het Economisch Bulletin van de ECB met omvangrijke nieuwe gegevens over loonaanpassing. Een van de

belangrijkste uitkomsten hierbij was dat de loonveranderfrequentie in de EU-landen in de periode 2010-2013 lager lag dan in de periode voor de crisis (2002-2007), en dat dit ten minste deels toe te schrijven is aan de terughoudendheid van bedrijven om minimumlonen te verlagen, hoewel deze lager was in landen die onder een macro-economisch aanpassingsprogramma vielen.

Het Household Finance and Consumption Network (HFCN) coördineert de Household Finance and Consumption Survey en analyseert de data die daarmee verzameld worden om inzicht te krijgen in hoe verschillen tussen consumenten grotere economische ontwikkelingen kunnen helpen verklaren. In 2016 publiceerde dit netwerk een rapport met daarin de uitkomsten van de tweede ronde van deze enquête, die was verspreid onder ruim 84.000 huishoudens in 20 landen. Het vermogen van huishoudens en de verdeling daarvan is een van de belangrijkste onderwerpen van deze enquête (zie Grafiek 35). Het mediane huishouden heeft een

nettovermogen van € 104.100; het 75e percentiel van de verdeling is € 258.800, het 90e € 496.000 en het 95e € 743.900. Het netwerk voerde onderzoek uit op verschillende brede terreinen, waaronder de determinanten van consumptie, de financiële kwetsbaarheid van huishoudens voor de beoordeling van macroprudentiële instrumenten, de verdelingseffecten van activaprijzen en monetair beleid<sup>93</sup>, de meting van vermogensverdeling tussen huishoudens en de reactie van consumptieve bestedingen op belastingbeleid.

Het Competitiveness Research Network was ook in 2016 het zwaartepunt voor ESCB-onderzoek op het gebied van concurrentievermogen- en productiviteitsanalyse. Vooral de internationale handel, de internationale transmissie van economische schokken en de efficiëntie van toewijzing van middelen binnen de EU leverden uitgebreide onderzoeksgegevens op. Een van de belangrijkste resultaten van het netwerk in 2016 was het verzamelen en publiceren van de vijfde editie van de bedrijvendataset op EU-niveau. Deze dataset bestaat uit een uitgebreide set van productiviteitsgerelateerde indicatoren en is uniek in termen van vergelijkbaarheid tussen landen en statistische dekking. Onderzoek op basis van deze nieuwe gegevens heeft de koppeling tussen productiviteitsstijgingen en werkgelegenheidscreatie in het eurogebied inzichtelijk gemaakt.

### 5.3 Conferenties en publicaties

Geavanceerd onderzoek en de dialoog met economen in de academische wereld zijn steeds belangrijker geworden nu het aantal vraagstukken die voor de ECB relevant zijn en de complexiteit daarvan groter zijn geworden. Tegen die achtergrond heeft de ECB in 2016 verschillende onderzoeksevenementen op hoog niveau georganiseerd, waarin de belangrijkste kwesties aan bod kwamen waar centrale banken mee te maken krijgen. Twee van de hoogtepunten waren het ECB Forum on Central Banking in Sintra (Portugal) en de eerste Annual Research Conference van de ECB. Andere belangrijke bijeenkomsten waren het International Monetary Policy Research Forum, de 9e ECB Workshop on Forecasting Techniques en de 12e Competitiveness Research Network Conference.

Veel van de ECB-onderzoeksactiviteiten zijn gepubliceerd in papers: in 2016 zijn er 115 gepubliceerd in de Working Paper Series van de ECB. Daarnaast werden 73 artikelen (mede) geschreven door medewerkers van de ECB gepubliceerd in toonaangevende wetenschappelijke tijdschriften. Deze schat aan hoogwaardige onderzoeksartikelen vormde eveneens de basis voor verbeterde communicatie van onderzoeksbevindingen naar een groter en algemener publiek, bijvoorbeeld via het ECB Research Bulletin.

---

<sup>93</sup> Zie ook Kader 5 in Paragraaf 2.1 van Hoofdstuk 1.

## 6 Juridische werkzaamheden en taken

In 2016 was de ECB betrokken bij verschillende gerechtelijke procedures op EU-niveau. Daarnaast heeft de ECB een groot aantal adviezen uitgebracht in reactie op de in het Verdrag opgenomen eis dat de ECB moet worden geraadpleegd over communautaire of nationale wetsvoorstellen op terreinen die onder haar bevoegdheid vallen, en zij heeft de naleving van het verbod op monetaire financiering en bevoorrechte toegang gecontroleerd. Ook heeft de ECB een aantal rechtshandelingen en instrumenten vastgesteld met betrekking tot haar toezichtstaken.

### 6.1 De ECB als partij in gerechtelijke procedures op EU-niveau

In september 2016 oordeelde het Hof van Justitie van de Europese Unie in twee sets van hogerberoepszaken aangespannen door enkele depositanten in de Cypriotische banken die onderworpen waren aan de resolutiemaatregelen van 2013. De eisers betoogden dat de betreffende resolutiemaatregelen door de ECB en de Europese Commissie waren opgelegd op basis van hun betrokkenheid bij de vergaderingen van de Eurogroep en hun rol in de onderhandelingen over en goedkeuring van het Cypriotische memorandum van overeenstemming.

In de eerste set zaken<sup>94</sup> beoogden de eisers de nietigverklaring van de verklaring van de Eurogroep van 25 maart 2013 over het financiëlebijstandsprogramma voor Cyprus en in het bijzonder de herstructurering van de Cypriotische bankensector. Het Hof bevestigde de conclusie van het Gerecht dat de verklaring van de Eurogroep niet beschouwd kon worden als een gezamenlijk besluit van de Commissie en de ECB. Het Hof constateerde ook dat de goedkeuring door de Cypriotische autoriteiten van het wettelijk kader dat noodzakelijk was voor de herstructurering van de banken niet beschouwd kon worden als opgelegd onder een vermeend gezamenlijk besluit van de Commissie en de ECB dat concreet als zodanig was verwoord in de verklaring van de Eurogroep. De zaken werden dan ook niet-ontvankelijk verklaard.

In de tweede set zaken<sup>95</sup> eisten de appellanten compensatie voor de verliezen die zij geleden zouden hebben als gevolg van de opname van paragrafen in het Cypriotische memorandum van overeenstemming die refereerden aan de resolutie van de twee Cypriotische banken en/of de nietigverklaring van deze paragrafen. Het Hof vernietigde de beschikking van niet-ontvankelijkheid van het Gerecht op grond van het feit dat vermeend onrechtmatig gedrag van EU-instellingen, zelfs binnen het wettelijk kader van het Verdrag tot oprichting van het Europees Stabieliteitsmechanisme (ESM-verdrag), theoretisch zou kunnen leiden tot aansprakelijkheid van de Europese Unie onder Artikel 340, lid 2 en 3 van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie. Deze conclusie was gebaseerd op de verplichting van de Europese Commissie volgens Artikel 17, lid 1

<sup>94</sup> Gevoegde zaken C-105/15 P–C-109/15 P.

<sup>95</sup> Gevoegde zaken C-8/15 P–C-10/15 P.

van het Verdrag betreffende de Europese Unie om het algemeen belang van de Unie te bevorderen en toe te zien op de toepassing van het Unierecht, en de verplichting volgens Artikel 13, lid 3 en 4 van het ESM-verdrag om ervoor te zorgen dat memoranda van overeenstemming gesloten door het ESM in lijn zijn met de EU-wetgeving. Inhoudelijk stelde het Hof dat, gezien het streven van de Europese Unie naar een algemeen belang, namelijk de financiële stabiliteit van het bankwezen in het eurogebied, de resolutiemaatregelen in het Cypriotische memorandum van overeenstemming geen ontoelaatbare en disproportionele inbreuk maakten op het vermogensrecht van de appellanten. Op grond hiervan kon niet worden gesteld dat de Europese Commissie, door toelating van de betwiste paragraaf in het Cypriotische memorandum van overeenstemming goed te keuren, had bijgedragen aan een inbreuk op het vermogensrecht van de appellanten. Het Hof wees de aanspraken op compensatie dan ook af als rechtens ongegrond.

In juli 2016 stelde het Gerecht van de EU de ECB in het gelijk in een nietigverklarings- en schadevergoedingsprocedure over verschillende besluiten van de Raad van Bestuur van de ECB met betrekking tot de verlening van noodliquiditeitssteun (emergency liquidity assistance – ELA) door de Griekse centrale bank aan Griekse banken. In Zaak T-368/15 voerde de appellant aan dat de betwiste ELA-besluiten onrechtmatig waren en "onvermijdelijk hadden geresulteerd" in de tijdelijke banksluitingen en kapitaalrestricties opgelegd door de Griekse autoriteiten in de zomer van 2015, wat vervolgens had geleid tot "ernstige en onherstelbare schade" voor de appellant. Het Gerecht verklaarde het verzoek om nietigverklaring niet-ontvankelijk omdat kennelijk niet voldaan werd aan het vereiste dat de bestreden ELA-besluiten de verzoekende partij direct aangingen. Het Gerecht stelde in het bijzonder dat de bestreden besluiten door het ELA-plafond te handhaven op geen enkele wijze hadden geleid tot het opleggen van de maatregelen in kwestie (de kapitaalrestricties), en dat het de Griekse autoriteiten vrij had gestaan om andere dan deze maatregelen te nemen. Het Gerecht wees de aanspraken op schadevergoeding dan ook af als niet-ontvankelijk.

In mei 2016 besloot het Gerecht inzake het beroep ingediend door 150 ECB-medewerkers (Zaak T-129/14 P) tegen het oordeel van het Gerecht voor ambtenarenzaken van de Europese Unie in Zaak F-15/10 met betrekking tot de herziening van de pensioenregeling van de ECB. In mei 2009 bevroor de ECB na een herzieningsproces van ongeveer twee jaar het bestaande pensioenplan, een hybride plan, en voerde een nieuwe pensioenregeling in die steunde op enerzijds een uitkeringsovereenkomst en anderzijds een premieovereenkomst. Alle medewerkers van de ECB bouwen pensioenaanspraken op in het ECB-pensioenplan voor hun dienstverband vanaf 1 juni 2009, waaronder ook degenen die op of voor de inwerkingtreding van het nieuwe plan in dienst bij de ECB waren, met uitzondering van die medewerkers die op 31 mei 2009 tussen 60 en 65 jaar oud waren, zij blijven onder het oude plan vallen. Het beroep ingesteld door 150 medewerkers voerde acht middelen aan tegen verschillende punten van het oordeel in eerste aanleg. Het Gerecht handhaafde in de beroepszaak het oordeel van het Gerecht voor ambtenarenzaken en verwierp alle acht middelen volledig, en bevestigde daarmee nogmaals de rechtmatigheid van de pensioenherziening door de ECB. Met betrekking tot de gevolgde procedure om de herziening door te voeren,

concludeerde het Gerecht dat de ECB de principes van rechtmatigheid en rechtszekerheid niet had geschonden. Het Gerecht bevestigde dat de wijzigingen van het pensioenreglement waren overeengekomen in overeenstemming met de regels omtrent bevoegdheden en procedures. Op inhoudelijk gebied gaf dit oordeel aanleiding tot een grondige analyse van de aard van pensioenaanspraken. Het Gerecht overwoog dat pensioenaanspraken niet onder de noemer "beloning" vallen zoals bedoeld in Richtlijn 91/533<sup>96</sup>. Ze zijn dan ook geen immaterieel onderdeel van het arbeidscontract, wat inhoudt dat de ECB gerechtigd is de pensioenregeling zonder toestemming van de medewerkers aan te passen. Met betrekking tot het verworven recht waarop de verzoekers zich beriepen om op de leeftijd van 60 jaar met pensioen te gaan zonder vermindering van uitkering, stelde het Gerecht dat een ambtenaar volgens vaste rechtspraak geen aanspraak kan maken op een verworven recht tenzij de feiten waarop dat recht berust zich voordeden voordat de voorziening herzien werd. Bovendien overwoog het Gerecht dat de verworven rechten van medewerkers die de leeftijd van 60 jaar hadden bereikt toen de herziening van kracht werd, niet waren aangetast door de herziening, dankzij de overgangsregeling waarin de ECB had voorzien als onderdeel van het herzieningstraject.

## 6.2 Adviezen van de ECB en gevallen van niet-naleving

Krachtens de Artikelen 127, lid 4, en 282, lid 5, van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie moet de ECB worden geraadpleegd over communautaire of nationale wetsvoorstellen op gebieden die onder haar bevoegdheid vallen.<sup>97</sup> Alle adviezen van de ECB worden gepubliceerd op [de website van de ECB](#). Adviezen van de ECB over communautaire wetsvoorstellen worden ook gepubliceerd in het Publicatieblad van de Europese Unie.

In 2016 heeft de ECB acht adviezen uitgebracht over EU-wetsvoorstellen en 53 adviezen over nationale wetsontwerpen op gebieden die onder haar bevoegdheid vallen.

De belangrijkste adviezen<sup>98</sup> op EU-gebied hadden betrekking op een Europees kader voor eenvoudige, transparante en gestandaardiseerde effectisering en

<sup>96</sup> Richtlijn 91/533/EEG van de Raad van 14 oktober 1991 betreffende de verplichting van de werkgever de werknemer te informeren over de voorwaarden die op zijn arbeidsovereenkomst of -verhouding van toepassing zijn.

<sup>97</sup> Het Verenigd Koninkrijk is vrijgesteld van de raadplegingsverplichting op grond van het aan de Verdragen gehechte Protocol (Nr. 15) betreffende enkele bepalingen met betrekking tot het Verenigd Koninkrijk van Groot-Brittannië en Noord-Ierland.

<sup>98</sup> De andere adviezen betroffen de volgende onderwerpen: [CON/2016/10](#) advies inzake een voorstel voor een verordening tot wijziging van vrijstellingen voor grondstoffenhandelaren in de Verordening kapitaalvereisten; [CON/2016/15](#) advies inzake een voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende het prospectus dat moet worden gepubliceerd wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten; [CON/2016/27](#) advies inzake een voorstel voor een verordening tot wijziging van de Verordening betreffende markten in financiële instrumenten, de Verordening betreffende marktmisbruik en een voorstel voor een richtlijn tot wijziging van de Richtlijn markten voor financiële instrumenten; [CON/2016/44](#) advies inzake een voorstel voor een verordening tot wijziging van Verordening (EU) nr. 345/2013 betreffende Europese durfkapitaalfondsen en Verordening (EU) nr. 346/2013 betreffende Europese sociaalondernemerschapfondsen; en [CON/2016/49](#) advies inzake een voorstel voor een richtlijn tot wijziging van Richtlijn (EU) 2015/849 inzake de voorkoming van het gebruik van het financiële stelsel voor het witwassen van geld of terrorismefinanciering en tot wijziging van Richtlijn 2009/101/EG.

wijzigingen van de Verordening kapitaalvereisten ([CON/2016/11](#)), de gezamenlijke vertegenwoordiging van de eurozone in het Internationaal Monetair Fonds ([CON/2016/22](#)) en de instelling van een Europees depositoverzekeringstelsel ([CON/2016/26](#)).

Daarnaast bracht de ECB advies uit aan nationale autoriteiten over wetgeving gerelateerd aan bankbiljetten en munten<sup>99</sup>, het oversight op betalingssystemen<sup>100</sup>, het girale effecten-systeem<sup>101</sup>, bindende vereisten voor overmakingen en automatische afschrijvingen<sup>102</sup> en het voorkomen van witwassen en financiering van terrorisme<sup>103</sup>.

De ECB heeft adviezen uitgebracht aan NCB's, onder meer over de auditvereisten waaraan een NCB moet voldoen<sup>104</sup>, de rapportageverplichtingen ten opzichte van het nationale parlement<sup>105</sup>, de effectiviteit van het besluitvormend orgaan van een NCB<sup>106</sup>, de verlaging van de bezoldiging van hooggeplaatste functionarissen van een NCB<sup>107</sup>, de verkrijging van de juridische eigendom door een NCB van een monetairbeleidsuitvoerende entiteit in ultraperifere regio's en overzeese gebieden<sup>108</sup>, ELA-operaties van een NCB<sup>109</sup>, de resolutietaken van een NCB<sup>110</sup>, de rol van een NCB met betrekking tot een depositogarantiestelsel<sup>111</sup>, toezicht door een NCB op de verlening van betaaldiensten<sup>112</sup>, escrow-instellingen<sup>113</sup> en consumentenkredietarrangementen<sup>114</sup>, centrale kredietregisters en registers van bankrekeningen bijgehouden door NCB's<sup>115</sup>, verzameling van financiële statistieken door een NCB<sup>116</sup>, de rol van een NCB in het vaststellen van concurrentie in de markt voor hypotheekleningen<sup>117</sup>, de bijdrage van een NCB aan een IMF-trust<sup>118</sup>, de rol van een NCB bij het rapporteren over de heffing van verzekeringspremies<sup>119</sup>, de monetairbeleidsinstrumenten van NCB's buiten het eurogebied<sup>120</sup>, de uitsluiting van salderingsrechten met betrekking tot bij een centrale bank van het ESCB als

---

<sup>99</sup> Zie [CON/2016/2](#), [CON/2016/4](#), [CON/2016/25](#), [CON/2016/36](#) en [CON/2016/58](#).

<sup>100</sup> Zie [CON/2016/38](#) en [CON/2016/61](#).

<sup>101</sup> Zie [CON/2016/46](#).

<sup>102</sup> Zie [CON/2016/13](#).

<sup>103</sup> Zie [CON/2016/23](#).

<sup>104</sup> Zie [CON/2016/24](#), [CON/2016/30](#), [CON/2016/33](#) en [CON/2016/52](#).

<sup>105</sup> Zie [CON/2016/33](#), [CON/2016/35](#) en [CON/2016/52](#).

<sup>106</sup> Zie [CON/2016/9](#), [CON/2016/33](#), [CON/2016/47](#) en [CON/2016/52](#).

<sup>107</sup> Zie [CON/2016/32](#).

<sup>108</sup> Zie [CON/2016/14](#).

<sup>109</sup> Zie [CON/2016/55](#).

<sup>110</sup> Zie [CON/2016/5](#) en [CON/2016/28](#).

<sup>111</sup> Zie [CON/2016/3](#) en [CON/2016/6](#).

<sup>112</sup> Zie [CON/2016/19](#).

<sup>113</sup> Zie [CON/2016/16](#).

<sup>114</sup> Zie [CON/2016/31](#) en [CON/2016/34](#).

<sup>115</sup> Zie [CON/2016/42](#) en [CON/2016/57](#).

<sup>116</sup> Zie [CON/2016/29](#).

<sup>117</sup> Zie [CON/2016/54](#).

<sup>118</sup> Zie [CON/2016/21](#).

<sup>119</sup> Zie [CON/2016/45](#).

<sup>120</sup> Zie [CON/2016/12](#), [CON/2016/40](#) en [CON/2016/56](#).

onderpand gemobiliseerde vorderingen<sup>121</sup> en de uitgifte door een NCB van herdenkingsbankbiljetten<sup>122</sup>.

De ECB heeft adviezen uitgebracht over verschillende aspecten van de activiteiten van financiële instellingen<sup>123</sup>, waaronder de insolventiehiërarchie van crediteuren van kredietinstellingen<sup>124</sup>, het uitvaardigen van instructies inzake variabele rentevoeten aan kredietverstrekkers<sup>125</sup>, de vergoeding voor spaardeposito's<sup>126</sup>, hypotheekaflossingsbepalingen<sup>127</sup>, de terugbetaling van bepaalde marges op aan vreemde valuta gekoppelde leningen<sup>128</sup>, herstructurering van leningen in vreemde valuta<sup>129</sup>, de hervorming van coöperatieve banken<sup>130</sup>, beperkingen op de aankoop van onroerend goed of aandelenkapitaal door een kredietinstelling<sup>131</sup>, de benoeming van de leden van de Raad van Commissarissen van een bank<sup>132</sup>, de aflossing-inkomensverhouding en de loan-to-value ratio<sup>133</sup>, een garantiestelsel voor effectiseringen van niet-renderende leningen<sup>134</sup>, het invoeren van een belasting voor bepaalde financiële instellingen<sup>135</sup>, het functioneren van centrale kredietregisters<sup>136</sup> en het functioneren van nationale depositogarantiestelsels<sup>137</sup>.

De ECB bracht ook een advies uit over de rol van een vertegenwoordiger van een financiële toezichtsautoriteit in de Raad van toezicht van de ECB<sup>138</sup>.

Acht gevallen van niet-naleving van de verplichting de ECB te raadplegen over voorstellen voor nationale wetgeving zijn geregistreerd, waarbij de volgende gevallen duidelijk en belangrijk werden geacht<sup>139</sup>.

De ECB is niet geraadpleegd door het Italiaanse Ministerie van Economische Zaken en Financiën ten aanzien van het Wetgevingsdecreet inzake spoedeisende maatregelen ter bescherming van spaargelden in de bankensector ten einde het juridische kader te scheppen voor het verschaffen van buitengewone financiële

---

<sup>121</sup> Zie [CON/2016/37](#).

<sup>122</sup> Zie [CON/2016/60](#).

<sup>123</sup> Zie [CON/2016/17](#), [CON/2016/41](#), [CON/2016/50](#), [CON/2016/1](#), [CON/2016/18](#) en [CON/2016/55](#).

<sup>124</sup> Zie [CON/2016/7](#), [CON/2016/28](#) en [CON/2016/53](#).

<sup>125</sup> Zie [CON/2016/54](#).

<sup>126</sup> Zie [CON/2016/51](#).

<sup>127</sup> Zie [CON/2016/18](#).

<sup>128</sup> Zie [CON/2016/50](#).

<sup>129</sup> Zie [CON/2016/39](#).

<sup>130</sup> Zie [CON/2016/17](#) en [CON/2016/41](#).

<sup>131</sup> Zie [CON/2016/48](#).

<sup>132</sup> Zie [CON/2016/28](#).

<sup>133</sup> Zie [CON/2016/8](#).

<sup>134</sup> Zie [CON/2016/17](#).

<sup>135</sup> Zie [CON/2016/1](#).

<sup>136</sup> Zie [CON/2016/42](#).

<sup>137</sup> Zie [CON/2016/3](#) en [CON/2016/6](#).

<sup>138</sup> Zie [CON/2016/43](#).

<sup>139</sup> Daaronder vallen: 1) gevallen waarin een nationale autoriteit verzuimde voorstellen voor wetgevingsbepalingen op het terrein van de bevoegdheid van de ECB voor raadpleging aan de ECB aan te bieden, en 2) gevallen waarin een nationale autoriteit de ECB formeel raadpleegde maar niet voldoende tijd gaf de voorstellen voor wetgevingsbepalingen te onderzoeken en advies uit te brengen vóór de goedkeuring van deze bepalingen.



overheidssteun aan Italiaanse banken. De ECB is niet geraadpleegd door het Griekse Ministerie van Financiën ten aanzien van de wet op het elektronisch betalingsverkeer.

Tot slot had het Hongaarse Ministerie voor Nationale Economie verzaakt de ECB te raadplegen over de Wet op nationale huizenbouwgemeenschappen<sup>140</sup>, wat leidde tot zorgen over een mogelijke schending van de onafhankelijkheid van de centrale bank.

Het niet-raadplegen van de ECB door Griekenland, Hongarije en Italië werd beschouwd als duidelijke, belangrijke en herhaalde gevallen.

### 6.3 Juridische ontwikkelingen met betrekking tot het SSM

In 2016 stelde de ECB verschillende juridische instrumenten vast met betrekking tot de uitvoering van haar toezichtstaken, die vervolgens gepubliceerd werden in het Publicatieblad van de Europese Unie en op de website van de ECB. Een lijst van de juridische instrumenten die in 2016 zijn vastgesteld, is te vinden in het [Jaarverslag van de ECB over de toezichtsactiviteiten 2016](#).

### 6.4 Naleving van het verbod op monetaire financiering en bevoorrechte toegang

Krachtens Artikel 271, lid d, van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie, heeft de ECB de taak toe te zien op de naleving, door de nationale centrale banken van de EU en de ECB, van de verbodsbepalingen voortvloeiend uit de Artikelen 123 en 124 van het Verdrag en uit Verordeningen (EG) Nr. 3603/93 en Nr. 3604/93 van de Raad. Artikel 123 verbiedt de ECB en de nationale centrale banken voorschotten in rekening-courant of andere kredietfaciliteiten aan overheden en instellingen of organen van de EU te verlenen, alsmede van hen rechtstreeks schuldbewijzen te kopen. Artikel 124 verbiedt alle niet op overwegingen van bedrijfseconomisch toezicht gebaseerde maatregelen waardoor overheden en instellingen of organen van de EU bevoorrechte toegang tot financiële instellingen zouden krijgen. Naast de Raad van Bestuur ziet de Europese Commissie erop toe of de lidstaten de bovengenoemde bepalingen naleven.

De ECB controleert tevens de door de centrale banken van de EU op de secundaire markt verrichte aankopen van schuldbewijzen die zijn uitgegeven door de binnenlandse overheidssector, de overheidssector van andere lidstaten en door instellingen en organen van de EU. Krachtens de overwegingen van Verordening (EG) Nr. 3603/93 van de Raad mag de aankoop van door de overheidssector uitgegeven schuldbewijzen op de secundaire markt niet worden gebruikt om het doel

---

<sup>140</sup> Wet op nationale huizenbouwgemeenschappen, gepubliceerd in het Hongaarse Staatsblad nr. 49, 11 april 2016.

van Artikel 123 van het Verdrag te ontwijken. Dergelijke aankopen mogen geen vorm van indirecte monetaire financiering van de overheidssector worden.

De voor 2016 uitgevoerde controle bevestigde dat de bepalingen van de Artikelen 123 en 124 van het Verdrag en de daarmee samenhangende Verordeningen van de Raad in het algemeen werden nageleefd.

Uit de controle kwam naar voren dat niet alle nationale centrale banken van de EU in 2016 beschikten over een rentevergoedingsbeleid voor overheidsdeposito's dat volledig in overeenstemming was met de voor rentevergoedingen geldende plafonds. In het bijzonder dienen enkele nationale centrale banken ervoor te zorgen dat de vergoeding op overheidsdeposito's niet hoger is dan het plafond, zelfs als dit negatief is.

De ECB beoordeelde de oprichting en de financiering van de vermogensbeheermaatschappij MARK Zrt. door Magyar Nemzeti Bank als een schending van het verbod op monetaire financiering, die moet worden rechtgezet.

In mei 2016 verstrekke Magyar Nemzeti Bank een overbruggingsliquiditeitsfaciliteit van drie maanden aan het Hongaarse beleggerscompensatiestelsel Karrendezesi Alap. De ECB oordeelde dat deze transactie mogelijk in strijd is met het verbod op monetaire financiering, aangezien andere mogelijkheden beschikbaar waren om het beleggerscompensatiestelsel kortlopende financiering te verstrekken, die niet zouden hebben geleid tot de financiële betrokkenheid van Magyar Nemzeti Bank. Dit geval mag geen precedent vormen.

Na de in de ECB-Jaarverslagen van 2014 en 2015 geuite bezorgdheid, is de ECB blijven toezien op diverse door Magyar Nemzeti Bank in 2014 en 2015 gestarte programma's. Deze programma's hielden geen verband met het monetair beleid en zijn mogelijk strijdig met het verbod op monetaire financiering, voor zover ze zouden kunnen worden beschouwd als het door Magyar Nemzeti Bank overnemen van overheidstaken of anderszins verlenen van financiële voordelen aan de overheid. Onder de programma's vallen aankopen door Magyar Nemzeti Bank in het kader van vastgoedinvesteringen, een programma ter bevordering van financiële basiskennis via een netwerk van zes stichtingen en de beleggingsstrategie van deze stichtingen, de overgang naar de centrale bank van medewerkers die voorheen in dienst waren van de Hongaarse Financiële Toezichtsautoriteit, een programma voor de aankoop van Hongaarse kunstwerken en culturele bezittingen, en een programma dat banken ertoe aanzet beleenbare effecten aan te kopen, met name overheidsobligaties. Gelet op het grote aantal programma's, de reikwijdte en de omvang ervan, zal de ECB deze activiteiten nauwlettend blijven volgen om ervoor te zorgen dat het verbod op monetaire financiering niet geschonden wordt. Magyar Nemzeti Bank dient er tevens op toe te zien dat de middelen die de centrale bank ter beschikking stelde aan haar netwerk van stichtingen niet worden gebruikt, hetzij direct hetzij indirect, voor financiering van de overheid. Bovendien zal de ECB de betrokkenheid van Magyar Nemzeti Bank bij de Budapest Stock Exchange op de voet blijven volgen, aangezien de aankoop van een meerderheidsbelang in de Budapest Stock Exchange door Magyar Nemzeti Bank in november 2015 nog altijd

kan worden beschouwd als reden tot bezorgdheid ten aanzien van monetaire financiering.

De vermindering van met de IBRC samenhangende activa door de Central Bank of Ireland in 2016 (voornamelijk door middel van verkopen van langlopende obligaties met variabele rente) is een stap in de richting van de noodzakelijke volledige afstoting van deze activa. Een ambitieuzer verkoopschema zou echter de aanhoudende ernstige bezorgdheid over het risico van monetaire financiering verder wegnemen.

## 7 Internationale en Europese betrekkingen

### 7.1 Europese betrekkingen

De ECB bleef in 2016 een intensieve dialoog voeren met de Europese instellingen en fora, in het bijzonder met het Europees Parlement, de Europese Raad, de ECOFIN-Raad, de Eurogroep en de Europese Commissie. In de loop van het jaar werden verdere stappen gezet om de bankenunie te voltooien en om de financiële sector in het eurogebied verder te herstellen. De economische situatie in het eurogebied en het macro-economische aanpassingsprogramma voor Griekenland stonden ook op de agenda's van de vergaderingen van de Eurogroep en de ECOFIN-Raad, waaraan de President van de ECB en andere leden van haar Directie deelnamen. De noodzaak van een coherente strategie voor het budgettair, het financieel en het structureel beleid teneinde het herstel in Europa vastere voet te doen krijgen, was een punt van discussie op de vergaderingen van de Europese Raad, waar de President van de ECB aan deelnam.

#### 7.1.1 Het voltooien van Europa's Economische en Monetaire Unie

Er werd verder actie ondernomen om de EMU te voltooien, in overeenstemming met de routekaart die in 2015 werd vastgelegd in het zogenoemde Verslag van de vijf voorzitters, getiteld "De voltooiing van Europa's Economische en Monetaire Unie".

Inzake de bankenunie werd vooruitgang geboekt dankzij de tenuitvoerlegging van de Richtlijn herstel en afwikkeling van banken en de Richtlijn inzake de depositogarantiestelsels. Daarnaast is de ECB het hele jaar lang blijven pleiten voor beslissende maatregelen om de bankenunie te voltooien, vooral tijdens technische besprekingen die de ontwikkeling beoogden van een geloofwaardig gemeenschappelijk vangnet voor het Gemeenschappelijk Afwikkelingsfonds en de invoering van een Europees depositogarantiestelsel. Naast de bankenunie kan een Europese kapitaalmarktenunie het financieel stelsel weerbaarder maken door de grensoverschrijdende risicodeling te verbeteren en een ruimere en vlottere toegang tot financiering te bevorderen.

Wat het kader voor economische governance betreft, is de Europese Budgettaire Raad in werking getreden. Het mandaat en de institutionele onafhankelijkheid van de Europese Budgettaire Raad zal in de toekomst moeten worden versterkt om ervoor te zorgen dat deze een belangrijke rol kan spelen bij het vergroten van de transparantie en het verbeteren van de naleving van de begrotingsregels.<sup>141</sup> Op 20 september 2016 bracht de Raad van de Europese Unie een aanbeveling uit waarin deze de landen van het eurogebied oproep nationale comités voor de productiviteit op te richten. Verwacht wordt dat die comités de tenuitvoerlegging van structurele hervormingen in de landen van het eurogebied een nieuwe impuls zullen geven. Of die comités al dan niet doeltreffend zullen zijn, zal niet alleen afhangen van het binnen de comités verwachte hoge niveau van technische expertise, maar ook van de volledige onafhankelijkheid ervan. De werkzaamheden van die comités moeten ervoor zorgen dat voldoende rekening wordt gehouden met de Europese dimensie, dit door best practices uit te wisselen tussen de lidstaten en door bij het beoordelen en aanpakken van productiviteitskwesties op het niveau van de lidstaten de klemtoon te leggen op de eurogebieddimensie.

Bovendien heeft de ECB herhaaldelijk de noodzaak onderstreept van een consistente en grondige toepassing van de bepalingen van het huidige governancekader, waarvoor tot dusver onvoldoende vooruitgang is geboekt. Dat blijkt uit de beperkte tenuitvoerlegging van de landspecifieke aanbevelingen van de Europese Commissie (zie ook Paragraaf 1.6 van Hoofdstuk 1) en uit het feit dat de vereisten van het Stabiliteits- en groeipact niet worden nageleefd.

Teneinde tussen de lidstaten het vertrouwen te creëren dat nodig is om de EMU verder te verdiepen, moeten de begrotingsregels volledig ten uitvoer worden gelegd en moeten de economische beleidslijnen doeltreffender worden gecoördineerd. De ECB heeft het belang beklemtoond van een ruimere gedeelde soevereiniteit op middellange tot lange termijn, bijvoorbeeld via een versterkte governance door over te gaan van een systeem bestaande uit regels op instellingen<sup>142</sup>.

Terzelfder tijd staat Europa ook voor uitdagingen buiten de economische sfeer, met name in het vlak van migratie en veiligheid. Een sterke economie is noodzakelijk om die kwesties duurzaam aan te pakken. De voltooiing van de EMU is dus een belangrijke stap op weg naar een sterker Europa. Het Eurosysteem staat klaar om dit werk te ondersteunen.

## 7.1.2 Het afleggen van democratische verantwoording

De ECB is een onafhankelijke instelling die haar middelen waar nodig binnen haar mandaat in volledige onafhankelijkheid kan aanwenden. De tegenhanger van die onafhankelijkheid is noodzakelijkerwijze een verantwoordingsplicht, en in het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie wordt bepaald dat de ECB

<sup>141</sup> Voor meer informatie, zie het Kader "[The creation of a European Fiscal Board](#)", *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2015.

<sup>142</sup> Zie ook het artikel "[Increasing resilience and long-term growth: the importance of sound institutions and economic structures for euro area countries and EMU](#)", *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2016.

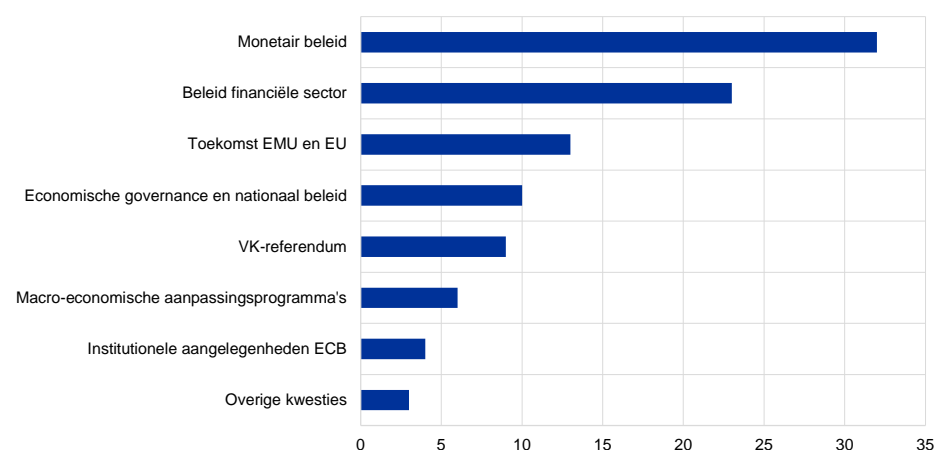
hoofdzakelijk verantwoording dient af te leggen aan het Europees Parlement, aangezien dit laatste samengesteld is uit de gekozen vertegenwoordigers van de EU-burgers.

In 2016 woonde de President van de ECB vier reguliere hoorzittingen van de Commissie Economische en Monetaire Zaken van het Europees Parlement bij.<sup>143</sup> Tijdens die hoorzittingen besteedden de leden van het Europees Parlement bijzondere aandacht aan het monetair beleid van de ECB, het beleid voor de financiële sector en macro-economische aanpassingsprogramma's, alsook aan de hervorming van de governance in het eurogebied (zie Grafiek 36).

### Grafiek 36

#### Onderwerpen van de vragen gesteld tijdens de reguliere hoorzittingen van de Commissie Economische en Monetaire Zaken

(in procenten)



Bron: ECB.

In 2016 besloot de ECB voor het eerst tot de publicatie van haar feedback op de input die door het Europees Parlement werd verstrekt in zijn resolutie over het Jaarverslag van het voorgaande jaar, als reactie op een suggestie in die resolutie van het Europees Parlement om de verantwoordingsaflegging van de ECB verder te versterken.<sup>144</sup> Vroeger werd die feedback enkel samen met het Jaarverslag aan de leden van het Europees Parlement bezorgd.

<sup>143</sup> De inleidende verklaringen zijn beschikbaar op de [website van de ECB](#).

<sup>144</sup> Zie lid 23 van de resolutie van het Europees Parlement over het jaarverslag 2014 van de Europese Centrale Bank, die beschikbaar is op de [website van het Europees Parlement](#).

**Tabel 3**

Overzicht van de hoorzittingen in het Europees Parlement in 2016

Hoorzitting	Lid van de Directie	Datum	Besproken onderwerpen
Reguliere hoorzittingen van de Commissie Economische en Monetaire Zaken (Committee on Economic and Monetary Affairs - ECON)	President	15 februari	Zie Grafiek 36
		21 juni	
		26 september	
		28 november	
Hoorzittingen in verband met het ECB Jaarverslag	President	1 februari	Plenair debat over het ECB Jaarverslag voor 2014
	Vicepresident	7 april	Presentatie van het ECB Jaarverslag voor 2015 (vergadering ECON)
	President	21 november	Plenair debat over het ECB Jaarverslag voor 2015
Overige hoorzittingen	Sabine Lautenschläger	25 januari	Verzameling van kredietgegevens (vergadering ECON)
	Benoît Cœuré	2 maart	Begrotingscapaciteit voor het eurogebied (gezamenlijke vergadering van ECON en de Begrotingscommissie)
		12 oktober	Derde macro-economisch aanpassingsprogramma voor Griekenland (vergadering Financial Assistance Working Group)

Bron: ECB.

Daarnaast vervult de ECB haar verantwoordingsplicht via reguliere verslagen en door beantwoording van schriftelijke vragen van leden van het Europees Parlement. In 2016 ontving de President van de ECB brieven met dergelijke vragen, en de antwoorden daarop werden gepubliceerd op de website van de ECB.<sup>145</sup> De meeste vragen gingen over de tenuitvoerlegging van de bijzondere monetairbeleidsmaatregelen van de ECB, de economische vooruitzichten en macro-economische aanpassingsprogramma's.

Net als in het verleden leverde de ECB een bijdrage aan de besprekingen van het Europees Parlement en de EU-Raad over wetsvoorstellen in domeinen die binnen haar bevoegdheid vallen. Buiten het verantwoordingskader namen andere vertegenwoordigers van de ECB deel aan openbare vergaderingen van de Commissie Economische en Monetaire Zaken voor technische besprekingen over de kwesties die verband houden met de expertises en de opdrachten van de ECB.

De ECB is ook voor haar activiteiten inzake banktoezicht verantwoordelijk verschuldigd aan zowel het Europees Parlement als de EU-Raad.<sup>146</sup> Meer gedetailleerde informatie wordt verstrekt in het [Jaarverslag van de ECB over haar toezichtswerkzaamheden voor 2016](#).

## 7.2 Internationale betrekkingen

In een uitdagend internationaal klimaat nam de ECB deel aan besprekingen in internationale fora, vergaarde zij informatie en communiceerde ze over haar eigen beleid, waardoor ze de betrekkingen met belangrijke internationale tegenhangers

<sup>145</sup> Alle antwoorden van de President van de ECB op de vragen van de leden van het Europees Parlement worden gepubliceerd op het daarvoor bestemde onderdeel van de [website van de ECB](#).

<sup>146</sup> Schriftelijke antwoorden van de Voorzitter van de Raad van Toezicht van de ECB op vragen van leden van het Europees Parlement worden gepubliceerd op de website van ECB-Banktoezicht.

verder verstevigde. Dat was bijzonder belangrijk in een jaar waarin monetaire autoriteiten over de hele wereld het prille economische herstel bleven ondersteunen.

### 7.2.1 G20

Tegen de achtergrond van het aanhoudend traag mondiaal economisch herstel was het Chinese voorzitterschap van de G20 gericht op het bevorderen van de mondiale groei, en onderstreepte het met succes de rol van structurele hervormingen als aanvulling op het begrotings- en monetair beleid om dat doel te bereiken. Daarnaast werd onder het Chinese voorzitterschap van de G20 het debat over de groeimotoren uitgebreid naar innovatie en digitalisering. De G20 legde ook verdere maatregelen ten uitvoer om, als onderdeel van zijn "uitgebreide structurele hervormingsagenda", de structurele hervormingen collegiaal beter te kunnen toetsen. In een klimaat van toenemend antiglobalisme legde de G20 ook meer de klemtoon op ongelijkheid en inclusiviteit en werd ook de voortgang naar een eerlijker mondiale belastingomgeving bevorderd, met nieuwe aandacht voor de uiteindelijke begunstigen en de aanpak van niet-coöperatieve fiscale rechtsgebieden. De ministers van Financiën en de centralebankpresidenten van de G20, van wie de vergaderingen worden bijgewoond door de president van de ECB, hebben er zich toe verbonden nauw overleg te plegen over valutamarkten, en alle vormen van protectionisme in het handels- en investeringsbeleid te vermijden. Ten gevolge van de recente terroristische aanslagen worden ook meer inspanningen geleverd om de financiering van terrorisme aan te pakken. De afronding van de kernelementen van het financiële regelgevende kader werd ondersteund; de nadruk lag daarbij op een tijdige, volledige en consistente tenuitvoerlegging van het overeengekomen hervormingsprogramma voor de financiële sector. Ook op de top in Hangzhou stimuleerden de leiders van de G20 vooruitgang; daartoe werd groene financiering bevorderd, werd een ruimer gebruik van bijzondere trekkingsrechten (special drawing rights – SDR's) onderzocht tegen de achtergrond van besprekingen over de internationale financiële architectuur, werd het ledenbestand van de Club van Parijs uitgebreid en werd de rol van de nieuwe en bestaande multilaterale ontwikkelingsbanken bevorderd.

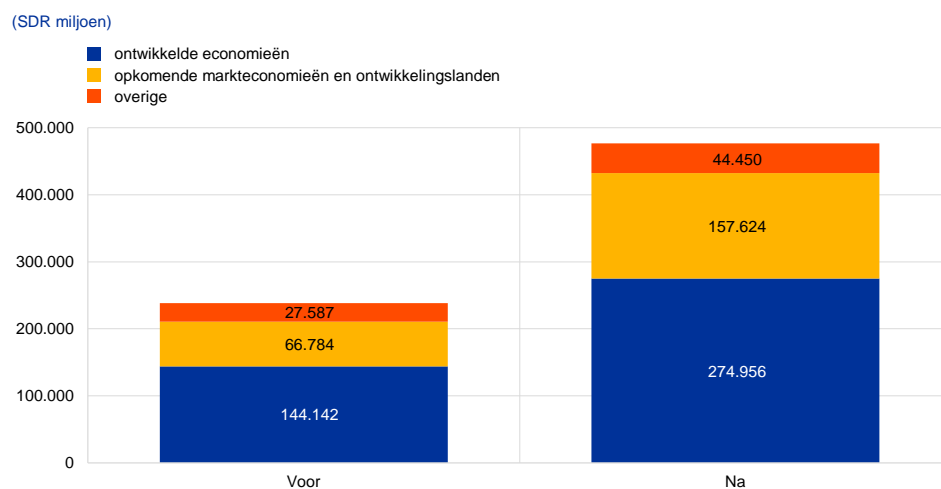
### 7.2.2 Beleidskwesties in verband met het IMF en de internationale financiële architectuur

Tijdens besprekingen in het Internationaal Monetair Fonds (IMF) is de ECB gemeenschappelijke Europese standpunten blijven verdedigen over het beleid van het Fonds en, meer in het algemeen, over de internationale financiële architectuur. Wat het IMF-bestuur betreft, is de verreikende quota- en bestuurshervorming van 2010 begin 2016 in werking getreden, nadat ze werd geratificeerd door de vereiste meerderheden van de leden van het IMF. Daardoor verschoof meer dan 6% van de quota-aandelen naar dynamische opkomende markteconomieën en ontwikkelingslanden, wat hun grotere rol in de wereldeconomie beter weerspiegelt.

Als deel van dit hervormingspakket verbonden de geavanceerde Europese landen zich ertoe twee zetels af te staan in de Raad.

### Grafiek 37

#### Verdeling van IMF-quota vóór en na de hervorming van 2010



Bronnen: Berekeningen door medewerkers van het IMF en de ECB.

De ECB pleit voor een sterk, op quota gebaseerd en adequaat gefinancierd IMF dat centraal staat in het internationaal monetair stelsel, waar het een belangrijke bijdrage levert aan de mondiale economische en financiële stabiliteit. Met de steun van de EU-lidstaten verdubbelden de totale quotamiddelen van het IMF in 2016, tot SDR 477 miljard. De leden van het IMF, waaronder een aantal lidstaten van de EU, zegden ook ongeveer SDR 260 miljard toe om ervoor te zorgen dat het Fonds binnen een versterkt governancekader toegang zou blijven hebben tot bilaterale leningen. Het tijdschema voor besprekingen over de vijftiende algemene herziening van de quota werd aangepast opdat die herziening uiterlijk tegen de Jaarvergadering van 2019 zou worden afgerond.

Aangezien het van cruciaal belang is dat het leenbeleid van het IMF afgestemd blijft op de behoeften van zijn leden, heeft het IMF de toereikendheid van het wereldwijde financiële vangnet onderzocht, inclusief de dekking en beschikbaarheid ervan en de kosten voor de verstrekking van crisispreventie en afwikkelingsinstrumenten.

Na crisissen in sommige landen van het eurogebied en de daarmee verband houdende gezamenlijke leen- en aanpassingsprogramma's van de EU en het IMF voor die landen, publiceerde het [onafhankelijke evaluatiebureau van het IMF](#) (independent evaluation office – IEO) een uitgebreid verslag over de rol van het Fonds tijdens die crisissen en over zijn deelname aan financiële bijstandsprogramma's voor Griekenland, Ierland en Portugal. Hoewel het verslag grotendeels was toegespitst op het besluitvormingsproces van het IMF, bevatte het ook een aantal beschouwingen over economische vraagstukken zoals de oorzaken van de crisis en de aard en geschiktheid van de beleidsvoorwaarden.



### 7.2.3 Technische samenwerking

De ECB heeft haar technische samenwerking met centrale banken buiten de Europese Unie uitgebreid teneinde gezonde centralebankpraktijken te bevorderen en op die manier een bijdrage te leveren aan de wereldwijde monetaire en financiële stabiliteit. Die samenwerkingsactiviteiten weerspiegelen de rol van de ECB als belangrijke centrale bank in de wereldeconomie. De ECB is blijven samenwerken met de centrale banken van de opkomende markteconomieën van de G20 (zoals India en Turkije) om technische expertise en best practices uit te wisselen. In 2016 werd met de Banco Central do Brasil een nieuw memorandum van overeenstemming ondertekend als basis voor een intensievere samenwerking met de nadruk op kernthema's voor centrale banken zoals monetair beleid, financiële stabiliteit en banktoezicht. De activiteiten van de ECB in Latijns-Amerika, Azië en Afrika werden ondersteund door een nauwere samenwerking met internationale en regionale organisaties.

De ECB is ook blijven samenwerken met de centrale banken van landen die het vooruitzicht hebben toe te treden tot de Europese Unie, hoofdzakelijk via een reeks regionale workshops. Specifieke evenementen waren gewijd aan institutionele uitdagingen in het kader van de toetreding tot de EU, aan macro- en microprudentieel toezicht en aan de onafhankelijkheid van de centrale bank als kernelement van goede economische governance. Voor technische samenwerking met de centrale banken van de kandidaatlanden en mogelijke kandidaatlanden van de EU wordt nauw samengewerkt met de NCB's van de EU. Die technische samenwerking vormt een aanvulling op de reguliere monitoring en analyse door de ECB van de economische en financiële ontwikkelingen in die landen, evenals op de beleidsdialoog met hun centrale banken.

#### Kader 9

##### Brexit – implicaties en vooruitzichten

---

Op 23 juni 2016 heeft het Verenigd Koninkrijk een referendum gehouden over het EU-lidmaatschap. Een meerderheid van 51,9% koos ervoor de Europese Unie te verlaten. Volgens Artikel 50 van het Verdrag betreffende de Europese Unie zal er op het ogenblik dat het Verenigd Koninkrijk de Europese Raad formeel in kennis stelt van het feit dat het de Europese Unie wil verlaten, een onderhandelingsproces op gang komen over een terugtrekkingsakkoord tussen de Europese Unie en het Verenigd Koninkrijk. Op dit ogenblik heerst er grote onzekerheid over de toekomstige economische betrekkingen tussen het Verenigd Koninkrijk en de Europese Unie.<sup>147</sup>

Onmiddellijk na het referendum nam de onzekerheid toe en was er een kortstondige periode van volatiliteit; ook het Britse pond deprecieerde sterk. Het eurogebied gaf tijdens de piek van onzekerheid en volatiliteit blijk van bemoedigende veerkracht dankzij de voorbereidingen van de centrale banken en de toezichhoudende autoriteiten (m.i.v. achtervangregelingen inzake centralebankliquiditeit en de verbintenis van de toezichthouders jegens de banken wat liquiditeit, financiering en operationele risico's betreft), alsook het uitgebreid regelgevend kader.<sup>148</sup> Hoewel het

<sup>147</sup> Zie ook Paragraaf 1.1 van Hoofdstuk 1.

<sup>148</sup> Voor een uitgebreidere analyse, zie Paragraaf 1.2 van Hoofdstuk 1.

vanwege de hoge overliquiditeit onwaarschijnlijk was dat de ECB noodvoorzieningen zou moeten treffen, stond het vast dat, indien nodig, – zoals vermeld in het [persbericht](#) van de ECB van 24 juni 2016 – extra liquiditeit zou kunnen worden verstrekt, inclusief via [vaste swapovereenkomsten](#) met de Bank of England. ECB-Banktoezicht stond bovendien in nauw contact met de banken die vóór het referendum het kwetstbaarst waren, zulks om te garanderen dat de risico's nauwgezet werden gemonitord en dat er voorbereidingen werden getroffen in het licht van de mogelijke resultaten van het referendum.

Welke economische implicaties het referendum precies zal hebben, valt moeilijk te voorspellen. Ze zullen met name afhangen van het tijdstip, de voortgang en het uiteindelijke resultaat van de aanstaande onderhandelingen tussen de Europese Unie en het Verenigd Koninkrijk. Welke impact het resultaat van het referendum zal hebben op de economische vooruitzichten voor het eurogebied werd geanalyseerd in de [door medewerkers van de ECB samengestelde macro-economische projecties van september 2016](#) en in een [Kader in het Economisch Bulletin van de ECB](#), waaruit bleek dat de economische bedrijvigheid in het eurogebied op korte termijn slechts weinig effect zou ondervinden. In het [Financial Stability Review](#) van de ECB van november 2016 werd daarnaast ingegaan op de gevolgen van de uitkomst van het referendum voor de financiële stabiliteit. Daaruit is gebleken dat de meeste marktsegmenten die werden getroffen door de onrust na het Britse referendum, het leeuwendeel van hun verliezen snel hebben weten goed te maken.

Ook tegenover het Europees Parlement heeft de President van de ECB herhaaldelijk de beoordeling, door de ECB, toegelicht van de mogelijke impact van de brexit. Dat was bijvoorbeeld het geval op [26 september 2016](#) en op [28 november 2016](#). De ECB beklemtoonde toen de voordelen van de interne markt zowel voor het eurogebied als voor het Verenigd Koninkrijk. Welke vorm de relatie tussen de Europese Unie en het Verenigd Koninkrijk ook aanneemt, de integriteit van de interne markt en de homogeniteit van de regels en de toepassing ervan moeten absoluut worden gevrijwaard. Op hun informele vergadering in Bratislava in september hadden de staatshoofden en regeringsleiders van de resterende 27 EU-lidstaten het voor het eerst over hun gemeenschappelijke toekomst na de verwachte terugtrekking van het Verenigd Koninkrijk. Om de huidige ongerustheid bij de burgers enigszins weg te nemen, hebben ze een routekaart vastgesteld om de gemeenschappelijke uitdagingen aan te gaan in verband met migratie, terrorisme en economische en sociale onveiligheid. De ECB heeft herhaaldelijk onderstreept dat, wil Europa ter zake sterker worden, het Europese project steviger economische fundamenten nodig heeft.

---

## 8 Externe communicatie

### Het monetair beleid aan de Europese burger uitleggen

Een open en transparante communicatie ondersteunt de effectiviteit van het door een centrale bank gevoerde beleid. Die communicatie stelt de bank in staat het algemene publiek en de financiële markten op de hoogte te houden van haar doelstellingen en taken, de beweegredenen van haar handelingen uit te leggen en daarbij hun verwachtingen te sturen. De ECB heeft een lange traditie van open

communicatie en ze is die in 2016 blijven versterken, met name door haar voorlichtingsactiviteiten en digitale communicatie verder te ontwikkelen.

## Voorlichtingsactiviteiten

In 2016 breidde de ECB haar initiatieven uit om het algemene publiek een beter inzicht te verschaffen in het beleid en de besluiten van de ECB, en zodoende een groter vertrouwen te wekken bij de burgers van het eurogebied.

De ECB verwelkomde in Frankfurt 522 bezoekersgroepen en ontving meer dan 15.000 externe bezoekers uit 35 landen. De bezoekers kregen algemene presentaties alsook gerichte presentaties waarin ze de gelegenheid hadden voor interactie met ECB-deskundigen. Ze konden ook het nieuwe gebouw van de ECB en de daar gehouden kunst- en eurotentoonstellingen verkennen tijdens rondleidingen. Vanaf juli 2016 begon de ECB ook op de eerste zaterdag van elke maand haar deuren te openen voor de lokale gemeenschap, wat in de tweede helft van het jaar meer dan 3.000 bezoekers aantrok.

Om haar taken aan jongere burgers van het eurogebied uit te leggen, hield de ECB voor de zesde maal de Generation Euro Students' Award-wedstrijd. De wedstrijd is het voornaamste interactiekanaal van de Bank met leerlingen tussen 16 en 19 jaar en hun leerkrachten, en streeft ernaar hun iets bij te leren over monetair beleid en de ECB. De leerlingen nemen deel aan een rollenspel waarin ze monetairbeleidsbeslissingen nemen op basis van hun diagnose van de economische en monetaire situatie in het eurogebied.

De ECB richtte zich ook op jongere leeftijdsgroepen. Op 3 oktober 2016 werden 230 kinderen van acht tot tien jaar, samen met hun gezin, in de ECB verwelkomd voor de tweede open dag van de populaire Duitse tv-show voor kinderen "Die Sendung mit der Maus". Het programma omvatte rondleidingen in het gebouw, presentaties, workshops over de rol en functies van de ECB en over de eurobankbiljetten en -munten, educatieve games en enkele tentoonstellingen.

Ook buiten Frankfurt werden communicatie-inspanningen geleverd. Zo heeft de ECB, samen met de Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland de Ierse National Ploughing Championships van 2016 bijgewoond, de grootste openlucht tentoonstelling en handelsbeurs voor de landbouw in Europa.

## Ruimere digitalisering

De ECB voerde ook de inspanningen inzake digitale communicatie op, teneinde zich aan de hedendaagse nieuwsconsumptiepatronen aan te passen.

Ook inhoudelijk leverde de ECB grotere inspanningen om toegankelijker te zijn voor het algemene publiek; ze maakte haar beslissingen beter verstaanbaar door een eenvoudige taal en digitale communicatiekanalen te gebruiken om anders veeleer technische begrippen te verklaren. Een voorbeeld daarvan zijn de pagina's met

uitleg en toelichting op de website van de ECB, die beschikbaar zijn in heel wat EU-talen. Die digitale focus ging ook gepaard met een intensiever gebruik van infografieën.

Uit technisch oogpunt heeft de Bank haar websites verder gemoderniseerd. De websites van zowel de ECB als het Europees Comité voor Systeemrisico's werden volledig responsief gemaakt, door ervoor te zorgen dat webpagina's en belangrijke publicaties optimaal te bekijken zijn, ongeacht het apparaat dat de lezers kiezen. Daarnaast voldeed de ECB aan de toegenomen vraag naar hoogwaardige webstreaming van gebeurtenissen.

De Bank heeft haar aanwezigheid op sociale media nog versterkt. De [Twitter-account](#) van de ECB heeft nu meer dan 360.000 volgers en wordt gebruikt om de aandacht te vestigen op publicaties en op belangrijke boodschappen uit toespraken. In december 2016 hield de ECB haar eerste live-debat op Twitter, waarin Benoît Cœuré vragen beantwoordde die het grote publiek onder #askECB had geplaatst; daarbij was een directe realtime interactie mogelijk. Voorts hanteert de ECB haar YouTube-kanaal om video-inhoud uit te brengen, en Flickr voor foto's. De ECB beschikt ook over een LinkedIn-account waar ongeveer 43.000 burgers op hebben ingetekend.

# Bijlagen

## 1 Institutioneel kader

### Besluitvormende organen en corporate governance van de ECB

Het Eurosysteem en het ESCB worden bestuurd door de besluitvormende organen van de ECB: de [Raad van Bestuur](#) en de [Directie](#). De [Algemene Raad](#) fungeert als derde besluitvormend orgaan van de ECB zolang er EU-lidstaten zijn die nog niet op de euro zijn overgegaan. De werkzaamheden van de besluitvormende organen zijn vastgelegd in het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie, de Statuten van het ESCB en de desbetreffende Reglementen van Orde.<sup>149</sup> De besluitvorming binnen het Eurosysteem en het ESCB is gecentraliseerd. De ECB en de nationale centrale banken van het eurogebied werken echter gezamenlijk, zowel strategisch als operationeel, aan de verwezenlijking van de gemeenschappelijke doelstellingen van het Eurosysteem, met inachtneming van het decentralisatiebeginsel overeenkomstig de Statuten van het ESCB.

Als onderdeel van de verantwoordelijkheden van de ECB betreffende het banktoezicht, stelt de Raad van Bestuur rechtsnormen vast die het algemene kader vormen waarin toezichtsbesluiten worden genomen en keurt hij, overeenkomstig de geen-bezwaarprocedure, door de [Raad van Toezicht](#) voorbereide ontwerpbesluiten goed.<sup>150</sup> Voor meer bijzonderheden over de toezichtsfunctie van de ECB wordt verwezen naar het [Jaarverslag van de ECB over haar toezichtswerkzaamheden in 2016](#).

### De Raad van Bestuur

De [Raad van Bestuur](#) is het belangrijkste besluitvormende orgaan van de ECB. De Raad bestaat uit de leden van de Directie van de ECB en de presidenten/gouverneurs van de nationale centrale banken van de landen van het eurogebied. De stemrechten van de leden van de Raad van Bestuur rouleren volgens een specifiek schema dat beschikbaar is op de [website van de ECB](#).

---

<sup>149</sup> Zie voor de Reglementen van Orde van de ECB: Besluit (EU) 2016/1717 van de ECB van 21 september 2016 tot wijziging van Besluit ECB/2004/2 houdende goedkeuring van het reglement van orde van de Europese Centrale Bank (ECB/2016/27), PB L 258, 24.9.2016, blz. 17 en Besluiten ECB/2015/8, ECB/2014/1 en ECB/2009/5; Besluit ECB/2004/2 van 19 februari 2004 houdende goedkeuring van het reglement van orde van de Europese Centrale Bank, PB L 80 van 18.3.2004, blz. 33; Besluit ECB/2004/12 van 17 juni 2004 houdende goedkeuring van het reglement van orde van de Algemene Raad van de ECB, PB L 230 van 30.6.2004, blz. 61; en Besluit ECB/1999/7 van 12 oktober 1999 betreffende het Reglement van orde van de Directie van de ECB, PB L 314 8.12.1999, blz. 34. Deze reglementen zijn beschikbaar op de [website van de ECB](#).

<sup>150</sup> Meer informatie over de besluitvorming in het Gemeenschappelijk Toezichtsmechanisme is te vinden op de [website van ECB-Banktoezicht](#).

De Raad van Bestuur [vergadert gewoonlijk om de andere week](#) in het gebouw van de ECB in Frankfurt am Main, Duitsland. In 2016 vonden in totaal 23 vergaderingen plaats. Aan het monetair beleid gewijde vergaderingen worden om de zes weken gehouden. Van deze monetairbeleidsvergaderingen wordt een [verslag](#) gepubliceerd, doorgaans met een vertraging van vier weken. Tijdens de niet-monetairbeleidsvergaderingen bespreekt de Raad van Bestuur voornamelijk andere taken en verantwoordelijkheden van de ECB en het Eurosysteem. Om het monetair beleid en de andere taken van de ECB gescheiden te houden van haar toezichtsverantwoordelijkheden, houdt de Raad van Bestuur afzonderlijke vergaderingen over toezichtskwesties.

De Raad van Bestuur kan ook besluiten nemen via een schriftelijke procedure. In 2016 werden meer dan 1.400 schriftelijke procedures uitgevoerd, waarvan ruim 1.000 geen-bezwaarprocedures.

## **De Raad van Bestuur**

**Mario Draghi** President van de ECB

**Vítor Constâncio** Vicepresident van de ECB

**Josef Bonnici** President van Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta (tot 30 juni 2016)

**Benoît Cœuré** Lid van de Directie van de ECB

**Carlos Costa** President van Banco de Portugal

**Chrystalla Georghadji** President van de Central Bank of Cyprus

**Ardo Hansson** President van Eesti Pank

**Boštjan Jazbec** President van Banka Slovenije

**Klaas Knot** President van De Nederlandsche Bank

**Philip R. Lane** President van de Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland

**Sabine Lautenschläger** Lid van de Directie van de ECB

**Erkki Liikanen** President van Suomen Pankki – Finlands Bank

**Luis M. Linde** President van Banco de España

**Jozef Makúch** President van Národná banka Slovenska

**Yves Mersch** Lid van de Directie van de ECB

**Ewald Nowotny** President van de Oesterreichische Nationalbank

**Peter Praet** Lid van de Directie van de ECB

**Gaston Reinesch** President van Banque centrale du Luxembourg

**Ilmārs Rimšēvičs** President van Latvijas Banka

**Jan Smets** Gouverneur van de Nationale Bank van België

**Yannis Stournaras** President van de Bank of Greece

**Vitas Vasiliauskas** Voorzitter van de Raad van Lietuvos bankas

**Mario Vella** President van Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta (vanaf 1 juli 2016)

**François Villeroy de Galhau** President van Banque de France

**Ignazio Visco** President van Banca d'Italia

**Jens Weidmann** President van de Deutsche Bundesbank



Voorste rij (van links naar rechts): Yannis Stournaras, Carlos Costa, Ewald Nowotny, Vítor Constâncio, Mario Draghi, Sabine Lautenschläger, Benoît Cœuré, Chrystalla Georghadji, Philip R. Lane, Yves Mersch

Middelste rij (van links naar rechts): Ilmārs Rimšēvičs, François Villeroy de Galhau, Jens Weidmann, Erkki Liikanen, Jozef Makúch, Ignazio Visco

Achterste rij (van links naar rechts): Gaston Reinesch, Boštjan Jazbec, Ardo Hansson, Klaas Knot, Jan Smets, Peter Praet, Vitas Vasiliauskas

Toelichting: Luis M. Linde en Mario Vella waren ten tijde van de foto niet aanwezig.

## De Directie

De **Directie** bestaat uit de President en de Vicepresident van de ECB en vier overige leden die (bij gekwalificeerde meerderheid van stemmen) zijn benoemd door de Europese Raad, na raadpleging van het Europees Parlement en de ECB. De directie is verantwoordelijk voor de voorbereiding van de vergaderingen van de Raad van Bestuur, de tenuitvoerlegging van het monetair beleid van het eurogebied overeenkomstig de richtsnoeren en besluiten van de Raad van Bestuur, en het beheer van de dagelijkse werkzaamheden van de ECB.

### De Directie

**Mario Draghi** President van de ECB

**Vítor Constâncio** Vicepresident van de ECB

**Benoît Cœuré** Lid van de Directie van de ECB

**Sabine Lautenschläger** Lid van de Directie van de ECB

**Yves Mersch** Lid van de Directie van de ECB

**Peter Praet** Lid van de Directie van de ECB



Voorste rij (van links naar rechts): Sabine Lautenschläger, Mario Draghi, Vítor Constâncio

Achterste rij (van links naar rechts): Yves Mersch, Peter Praet, Benoît Cœuré



## De Algemene Raad

De **Algemene Raad** bestaat uit de President en de Vicepresident van de ECB en de presidenten/gouverneurs van de nationale centrale banken van alle 28 EU-lidstaten. De Algemene Raad draagt onder meer bij aan de adviesfuncties van de ECB, de verzameling van statistische gegevens, de opstelling van de regels ter standaardisatie van de financiële administratie en verslaglegging van de door de nationale centrale banken uitgevoerde werkzaamheden, het nemen van andere dan in het Verdrag omschreven maatregelen voor de vaststelling van de verdeelsleutel voor de inschrijving op het ECB-kapitaal, en het vaststellen van de arbeidsvoorwaarden van het personeel van de ECB.

## De Algemene Raad

**Mario Draghi** President van de ECB

**Vítor Constâncio** Vicepresident van de ECB

**Marek Belka** President van Narodowy Bank Polski (tot 20 juni 2016)

**Josef Bonnici** President van Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta (tot 30 juni 2016)

**Mark Carney** President van de Bank of England

**Carlos Costa** President van Banco de Portugal

**Chrystalla Georghadji** President van de Central Bank of Cyprus

**Adam Glapiński** President van Narodowy Bank Polski (vanaf 21 juni 2016)

**Ardo Hansson** President van Eesti Pank

**Stefan Ingves** President van Sveriges Riksbank

**Mugur Constantin Isărescu** Gouverneur van Banca Națională a României

**Boštjan Jazbec** President van Banka Slovenije

**Klaas Knot** President van De Nederlandsche Bank

**Philip R. Lane** President van de Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland

**Erkki Liikanen** President van Suomen Pankki – Finlands Bank

**Luis M. Linde** President van Banco de España

**Jozef Makúch** President van Národná banka Slovenska

**György Matolcsy** President van Magyar Nemzeti Bank

**Ewald Nowotny** President van de Oesterreichische Nationalbank

**Dimitar Radev** President van Българска народна банка (Nationale Bank van Bulgarije)

**Gaston Reinesch** President van Banque centrale du Luxembourg

**Ilmārs Rimšēvičs** President van Latvijas Banka

**Lars Rohde** President van Danmarks Nationalbank

**Jiří Rusnok** President van Česká národní banka (vanaf 1 juli 2016)

**Miroslav Singer** President van Česká národní banka (tot 30 juni 2016)

**Jan Smets** Gouverneur van de Nationale Bank van België

**Yannis Stournaras** President van de Bank of Greece

**Vitas Vasiliauskas** Voorzitter van de Raad van Lietuvos bankas

**Mario Vella** President van Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta (vanaf 1 juli 2016)

**François Villeroy de Galhau** President van Banque de France

**Ignazio Visco** President van Banca d'Italia

**Boris Vujčić** President van Hrvatska narodna banka

**Jens Weidmann** President van de Deutsche Bundesbank



Voorste rij (van links naar rechts): Yannis Stournaras, Carlos Costa, Ewald Nowotny, Vítor Constâncio, Mario Draghi, Mark Carney, Chrystalla Georghadjji, Philip R. Lane

Middelste rij (van links naar rechts): Ilmārs Rimšēvičs, François Villeroy de Galhau, Jens Weidmann, Erkki Liikanen, Ignazio Visco

Achterste rij (van links naar rechts): Gaston Reinesch, Boštjan Jazbec, Lars Rohde, Ardo Hansson, Klaas Knot, Jan Smets, Jozef Makúch, Vitas Vasiliauskas, Dimitar Radev

Toelichting: Adam Glapiński, Stefan Ingves, Mugur Constantin Isărescu, Luis M. Linde, György Matolcsy, Jiří Rusnok, Boris Vujčić en Mario Vella waren ten tijde van de foto niet aanwezig.



## Corporate governance

Naast de besluitvormende organen omvat de corporategovernancestructuur van de ECB twee comités op hoog niveau – het Auditcomité en het Ethisch Comité – en een aantal andere externe en interne beheersingslagen. De structuur wordt aangevuld door het Ethisch Kader, het Besluit van de ECB<sup>151</sup> betreffende de voorwaarden voor anti-fraudeonderzoeken, en de regels betreffende toegang van het publiek tot ECB-documenten. Door de oprichting van het SSM zijn corporategovernancekwesties voor de ECB nog belangrijker geworden.

<sup>151</sup> Besluit (EU) 2016/456 van de Europese Centrale Bank van 4 maart 2016 betreffende de voorwaarden voor onderzoeken door het Europees Bureau voor fraudebestrijding ten aanzien van de Europese Centrale Bank, op het gebied van fraudepreventie, corruptie en elke andere onwettige activiteit die de financiële belangen van de unie schaadt (ECB/2016/3) PB L 79, 30.3.2016, blz. 34.

## Auditcomité

Het Auditcomité van de ECB ondersteunt de Raad van Bestuur door raad en advies te geven met betrekking tot (1) de integriteit van de financiële informatie, (2) het toezicht op de interne beheersingsmaatregelen, (3) de naleving van toepasselijke wet- en regelgeving en gedragscodes, en (4) de uitvoering van de auditfuncties. Het [mandaat](#) van het Auditcomité is te vinden op de website van de ECB. Het Auditcomité wordt voorgezeten door Erkki Liikanen, en bestond in 2016 uit vier overige leden: Vítor Constâncio, Josef Bonnici<sup>152</sup>, Patrick Honohan en Ewald Nowotny.

## Ethisch Comité

Teneinde een adequate en coherente implementatie te waarborgen van de verschillende gedragscodes van de organen die betrokken zijn bij de besluitvormingsprocessen van de ECB geeft het Ethisch Comité advies over ethische kwesties aan de leden van de Raad van Bestuur, de Directie en de Raad van Toezicht. Het [mandaat](#) van het Ethisch Comité is te vinden op de website van de ECB. Het Ethisch Comité wordt voorgezeten door Jean-Claude Trichet, en bestaat uit twee overige externe leden: Patrick Honohan<sup>153</sup> en Klaus Liebscher.

## Externe en interne beheersingslagen

### Externe beheersingslagen

De Statuten van het ESCB voorzien in twee externe beheersingslagen, te weten de externe accountant, die op roulatiebasis wordt aangesteld om de jaarrekening van de ECB te controleren, en de Europese Rekenkamer, die de doelmatigheid van het operationele beheer van de ECB onderzoekt.

### Interne beheersingslagen

Bij de ECB is een uit drie lagen bestaand stelsel van interne beheersingsmaatregelen ingevoerd dat bestaat uit (i) managementmaatregelen, (ii) diverse toezichtsfuncties ten aanzien van risico's en naleving, en (iii) een onafhankelijke auditfunctie.

De interne beheersingsstructuur van de ECB stoelt op een functionele benadering waarin elke organisatie-eenheid (sectie, afdeling, directoraat of directoraat-generaal) primair verantwoordelijk is voor het beheer van de eigen risico's, en voor de waarborging van de doeltreffendheid en doelmatigheid van de eigen activiteiten.

De toezichtsfuncties bestaan uit monitoringmechanismen en effectieve processen om financiële en operationele risico's, alsook reputatierisico's en risico's op

---

<sup>152</sup> Vanaf 1 december 2016, als vervanger voor Hans Tietmeyer.

<sup>153</sup> Vanaf 1 augustus 2016, als vervanger voor Hans Tietmeyer.

wangedrag, toereikend te beheersen. Deze beheersingsfuncties op het tweede niveau worden uitgevoerd door interne functies van de ECB (zoals de budget- en controllingfunctie, de operationeel- en financieelrisicobeheerfuncties, de kwaliteitsbewakingsfunctie voor banktoezicht of de nalevingsfunctie) en/of – indien relevant – door comités van het Eurosysteem/ESCB (bijvoorbeeld het Comité voor Organisatieontwikkeling, het Comité voor Risicobeheer en het Begrotingscomité).

Daarnaast en onafhankelijk van de interne beheersingsstructuur en risicobewaking van de ECB, voert de interne auditfunctie van de ECB auditopdrachten uit onder de directe verantwoordelijkheid van de Directie, overeenkomstig het Audithandvest (ECB Audit Charter). De interne auditactiviteiten van de ECB worden uitgevoerd conform de Internationale Standaarden voor de Beroepsuitoefening van Internal Auditing zoals die zijn vastgesteld door het Institute of Internal Auditors. Bovendien helpt het Comité van Internal Auditors, dat bestaat uit deskundigen op het gebied van interne audit afkomstig van de ECB, de nationale centrale banken en de nationale bevoegde autoriteiten, het Eurosysteem/ESCB en het SSM bij de verwezenlijking van hun doelstellingen.

## Ethisch Kader van de ECB

Het Ethisch Kader van de ECB bestaat uit de Gedragscode voor de leden van de Raad van Bestuur, de Aanvullende Code met Ethische Criteria voor de leden van de Directie, de Gedragscode voor de leden van de Raad van Toezicht en de ECB-personeelsverordeningen en -regelingen. Het Ethisch Kader van de ECB stelt ethische regels en grondbeginselen vast om bij de vervulling van de ECB-taken het hoogste niveau van integriteit, deskundigheid, doelmatigheid en transparantie te waarborgen. Het omvat onder meer gedetailleerde bepalingen betreffende het vermijden en beheersen van potentiële belangenconflicten; beperkingen, rapportageverplichtingen en een follow-upsysteem inzake particuliere financiële transacties; regels inzake afkoelingsperiodes tussen opeenvolgende beroepsactiviteiten; en gedetailleerde regels over externe activiteiten en relaties met externe partijen.

## Maatregelen ter bestrijding van fraude en witwassen

In 1999 hebben het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie een Verordening<sup>154</sup> aangenomen om onder meer interne onderzoeken door het Europees Bureau voor Fraudebestrijding (European Anti-Fraud Office – OLAF) mogelijk te maken bij verdenking van fraude binnen de instellingen, organen en instanties van de EU. Het juridisch kader voor de algemene voorwaarden voor onderzoeken door OLAF bij de ECB in verband met het voorkomen van fraude, corruptie en andere onwettige activiteiten werd

---

<sup>154</sup> Verordening (EG) nr. 1073/1999 van het Europees Parlement en de Raad van 25 mei 1999 betreffende onderzoeken door het Europees Bureau voor fraudebestrijding (OLAF), PB L 136 van 31.5.1999, blz. 1.

in 2004 goedgekeurd door de Raad van Bestuur en herzien in 2016.<sup>155</sup> Bovendien heeft de ECB in 2007 haar interne programma's ter bestrijding van het witwassen van geld en van de financiering van terrorisme opgezet. Een intern rapportagesysteem vult het ECB-kader ter bestrijding van witwassen en financiering van terrorisme aan om te waarborgen dat alle relevante informatie systematisch wordt verzameld en naar behoren aan de Directie wordt gemeld.

## Toegang tot ECB-documenten

Het Besluit van de ECB inzake de toegang van het publiek tot ECB-documenten<sup>156</sup> is in overeenstemming met de doelstellingen en standaarden die door andere EU-instellingen en -organen worden toegepast met betrekking tot de toegang van het publiek tot hun documenten. Het Besluit verhoogt de transparantie, terwijl daarbij tegelijkertijd rekening wordt gehouden met de onafhankelijkheid van de ECB en van de nationale centrale banken, onder waarborging van de vertrouwelijkheid van bepaalde zaken die specifiek zijn voor de uitvoering van de taken van de ECB. Gelet op de nieuwe verantwoordelijkheden van de ECB op het vlak van banktoezicht, zijn de verzoeken van burgers en nationale autoriteiten om toegang te krijgen tot documenten aanzienlijk toegenomen in aantal en in complexiteit.

Om haar gehechtheid aan transparantie en verantwoordingsplicht te onderstrepen, begon de ECB in februari 2016 de vergaderschema's van ieder lid van de Directie en van de Voorzitter van de Raad van Toezicht openbaar te maken met een vertraging van drie maanden.

## Bureau Naleving en Governance

Het Bureau Naleving en Governance rapporteert rechtstreeks aan de President van de ECB en ondersteunt de Directie bij de bescherming van de integriteit en reputatie van de ECB, het bevordert ethische gedragsnormen en versterkt de verantwoordingsaflegging en transparantie van de ECB. Om zowel de algehele samenhang als de effectiviteit van het corporategovernancekader van de ECB te versterken, voert het Bureau Naleving en Governance het secretariaat voor het Auditcomité en het Ethisch Comité van de ECB, en treedt het op als contactpunt voor de Europese ombudsman en OLAF.

## 2

## Comités van het Eurosysteem/ESCB

De comités van het Eurosysteem/ESCB zijn een belangrijke rol blijven spelen in het ondersteunen van de besluitvormende organen van de ECB bij de vervulling van hun

<sup>155</sup> Besluit (EU) 2016/456 van de Europese Centrale Bank van 4 maart 2016 betreffende de voorwaarden voor onderzoeken door het Europees Bureau voor fraudebestrijding ten aanzien van de Europese Centrale Bank, op het gebied van fraudepreventie, corruptie en elke andere onwettige activiteit die de financiële belangen van de unie schaadt (ECB/2016/3) PB L 79, 30.3.2016, blz. 34.

<sup>156</sup> Besluit ECB/2004/3 van 4 maart 2004 inzake de toegang van het publiek tot documenten van de Europese Centrale Bank, PB L 80 van 18.3.2004, blz. 42.

taken. Op verzoek van zowel de Raad van Bestuur als de Directie hebben de comités kennis op hun vakgebieden aangedragen en zo het besluitvormingsproces vergemakkelijkt. Het lidmaatschap van de comités is gewoonlijk voorbehouden aan medewerkers van de centrale banken van het Eurosysteem. De nationale centrale banken van de lidstaten die nog niet op de euro zijn overgegaan, nemen echter wel deel aan bijeenkomsten van comités als daar onderwerpen worden behandeld die onder de bevoegdheid van de Algemene Raad vallen. Daarnaast komen enkele comités samen in SSM-samenstelling (d.w.z. één lid van de centrale bank en één lid van de nationale bevoegde autoriteit van elke deelnemende lidstaat) wanneer ze de ECB bijstaan in haar werkzaamheden inzake beleidskwesties met betrekking tot het prudentieel toezicht op kredietinstellingen. Wanneer nodig kunnen ook vertegenwoordigers van andere bevoegde instanties worden uitgenodigd voor vergaderingen van comités.

#### Comités van het Eurosysteem/ESCB, het Begrotingscomité, de Human Resources Conferentie en hun voorzitters (op 1 januari 2017)

Comité voor Financiële Verslaggeving en Monetaire Inkomsten (AMICO) Roberto Schiavi	Comité Markttransacties (MOC) Ulrich Bindseil
Comité Bankbiljetten (BANCO) Ton Roos	Comité voor het Monetair Beleid (MPC) Wolfgang Schill
Comité voor Controlling (COMCO) Nathalie Aufauvre	Comité voor Organisatieontwikkeling (ODC) Steven Keuning
Comité voor Communicatie van het Eurosysteem/ESCB (ECCO) Christine Graeff	Comité Marktinfrastructuur en Betalingsverkeer (MIPC) Marc Bayle
Comité voor Financiële Stabiliteit (FSC) Vitor Constâncio	Comité voor Risicobeheer (RMC) Carlos Bernadell
Automatiseringscomité (ITC) Koenraad de Geest	Comité Statistiek (STC) Aurel Schubert
Comité van Interne Auditors (IAC) Klaus Gressenbauer	Begrotingscomité (BUCOM) Sharon Donnery
Comité voor Internationale Betrekkingen (IRC) Frank Moss	Human Resources Conference (HRC) Anne-Sylvie Catherin
Juridisch Comité (LEGCO) Chiara Zilioli	

Er zijn nog twee andere comités. Het Begrotingscomité staat de Raad van Bestuur bij inzake aangelegenheden met betrekking tot de begroting van de ECB. De Human Resources Conferentie is een forum voor het uitwisselen van ervaringen, deskundigheid en informatie tussen centrale banken van het Eurosysteem/ESCB op het gebied van humanresourcesbeheer.

Het organogram van de ECB (op 1 januari 2017)



1) Rapporteert aan de Directie via de President.

2) Rapporteert aan de President van de ECB in diens hoedanigheid van Voorzitter van het Europees Comité voor Systeemrisico's (ESRB).

3) Met inbegrip van de gegevensbeschermingsfunctie.

4) Secretaris van de Directie, Raad van Bestuur en Algemene Raad.

5) Rapporteert over nalevingsaangelegenheden aan de Directie via de President.



## Human resources bij de ECB

In januari 2016 werd een Chief Services Officer (CSO) aangesteld. Die nieuwe functie werd gecreëerd om de operationele en analytische kwaliteit te versterken, de organisatorische efficiëntie te verbeteren, en de samenwerking en ondersteunende functies beter af te stemmen op de algemene behoeften van de ECB. Voorts verleende de CSO, die ook bevoegd is voor de administratie en de informatiesystemen, prioriteit aan de ontwikkeling van een meer holistische strategische planning, die verder bijdraagt tot samenwerking tussen de CSO-afdelingen en alle andere organisatie-eenheden.

De oprichting, in april 2016, van een nieuwe organisatie-eenheid die belast is met alle financiële aangelegenheden, stelde de geherstructureerde humanresourcesfunctie (HR) in staat zich volledig toe te spitsen op het verlenen van hoogwaardige HR-diensten, zodat de werknemers van de ECB hun talenten kunnen ontwikkelen binnen een moderne en flexibele organisatiestructuur. Begaafde medewerkers aantrekken en in dienst houden, en toezien op hun prestaties, is een prioriteit. Daarnaast hechten de HR-diensten van de ECB veel belang aan het in stand houden van de gezondheid en het welzijn van het ECB-personeel.

In de loop van 2016 werden de grondslagen gelegd voor een versterking van de functie van strategische zakenpartner om het personeelsbeleid van de ECB te verbeteren en de bedrijfsvereisten te vertalen in HR-beleidsbehoeften.

Het versterken van de mogelijkheden van de Bank om talent te begeleiden en leiderschap te ontwikkelen, en het bevorderen van een cultuur van uitmuntendheid inzake beroepsethiek en organisatorische duurzaamheid op lange termijn stonden in 2016 eveneens hoog op de HR-agenda van de ECB. De nadruk lag met name op de uitwerking van een Leadership Growth Programme, dat geleidelijk zal worden ingevoerd in de loop van 2017 en 2018, de tenuitvoerlegging van een programma "goed leiding geven", en de ondersteuning van het onlangs opgerichte Bureau Naleving en Governance bij het opzetten van een verplichte opleiding in ethiek.

Voorts werden enkele HR-initiatieven genomen om het Europese banktoezicht te verstevigen. Deze omvatten de verdere strategische ontwikkeling van een systeembreed trainingsprogramma over banktoezicht voor het gemeenschappelijk toezichtsmechanisme (gevolgd door meer dan 1.900 deelnemers), de organisatie van 28 teambuilding-evenementen om de samenwerking tussen de landen in de gezamenlijke toezichtsteams (Joint Supervisory Teams) te versterken, en de succesvolle integratie van de eerste cohorte van 33 jonge afgestudeerden die waren geselecteerd voor het stageprogramma inzake Europees banktoezicht, nadat ze hun introductie, trainingscursus en aanstelling bij nationale bevoegde autoriteiten met goed gevolg hadden afgerond.

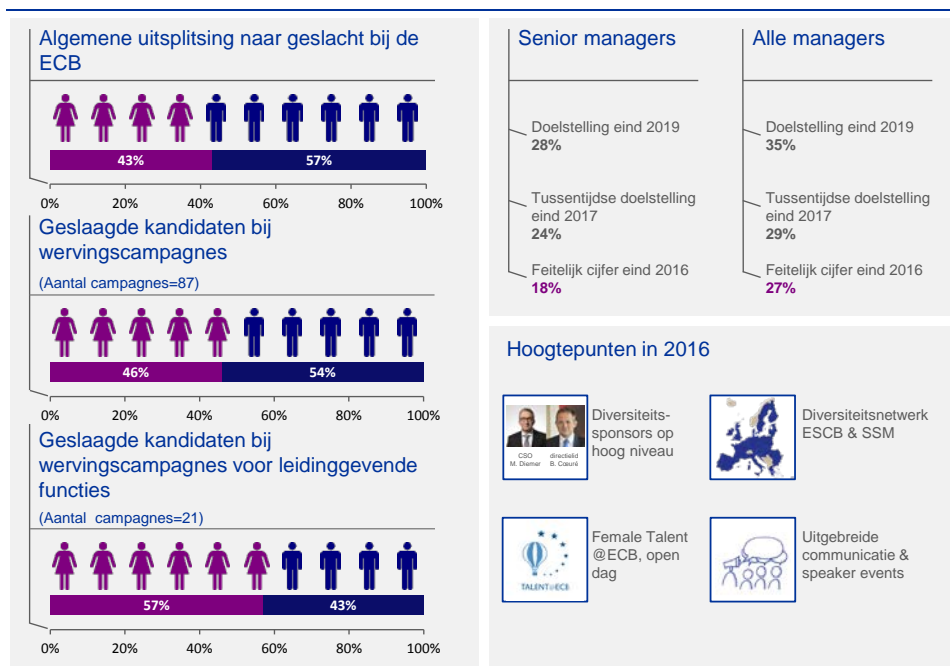
In 2016 heeft de ECB zich verder ingespannen om de genderdiversiteit te verhogen, vooral bij haar leidinggevend personeel. Nadat eind 2016 het aandeel van vrouwen in managementposities reeds was opgetrokken tot 27% en dat van vrouwen in seniormanagementposities tot 18%, tracht de ECB nu haar tussentijdse en uiteindelijke doelstellingen tegen respectievelijk 2017 en 2019 te bereiken (zie

Figuur 3). Sinds de invoering, in juni 2013, van de genderdoelstellingen samen met een speciaal actieplan, staat het onderwerp van genderdiversiteit hoog op de agenda van de ECB, aangezien de instelling vrouwelijk talent tracht te ontdekken, aan te trekken en te ontwikkelen. Bovendien keurde de ECB in 2016 nieuwe diversiteitsmaatregelen goed, met name het ondersteunen op hoog niveau van Directielid Benoît Cœuré en de CSO, een op universiteitsstudenten gerichte open dag voor vrouwelijk talent, en de oprichting van een diversiteitsnetwerk voor het ESCB en het SSM.

De ECB neemt zich voor naast het genderspect alle facetten van diversiteit te bevorderen, teneinde een inclusieve werkcultuur tot stand te brengen die voortbouwt op een gedeelde verantwoordelijkheid van de sponsors, de diversiteitsambassadeurs van de ECB, het Directoraat-Generaal Human Resources, het management in ruimere zin en de bestaande diversiteitsnetwerken, zoals het Female Network, het Rainbow Network en de ECB Ethnic and Cultural Group.

**Figuur 3**

Genderdoelstellingen en -niveaus bij de ECB (gegevens op 31 december 2016)



Bron: ECB.

Op 31 december 2016 had de ECB 2.898,5 goedgekeurde full-time equivalent posities, vergeleken met 2.650 posities eind 2015. Het werkelijke aantal full-time equivalent personeelsleden onder arbeidscontract bij de ECB bedroeg 3.171 (tegen 2.871 op 31 december 2015).<sup>157</sup> In 2016 werden in totaal 208 nieuwe contracten voor bepaalde tijd (beperkt van aard of omzetbaar in een permanent contract) aangeboden. Daarnaast werden 304 kortlopende contracten afgesloten, en werden

<sup>157</sup> Naast de contractposities op basis van full-time equivalenten omvat dit cijfer tevens de kortlopende contracten voor personeelsleden die door nationale centrale banken en internationale organisaties zijn gedetacheerd en de contracten voor deelnemers aan het Graduate Programme.

een aantal contracten verlengd, om personeelsleden te vervangen die minder dan een jaar afwezig waren. Gedurende geheel 2016 is de ECB kortlopende contracten voor perioden tot en met 36 maanden blijven aanbieden aan medewerkers van nationale centrale banken en internationale organisaties. Op 31 december 2016 waren 250 werknemers van nationale centrale banken en internationale organisaties in uiteenlopende functies werkzaam bij de ECB, 11% meer dan eind 2015. In september 2016 verwelkomde de ECB 14 deelnemers als elfde lichting voor haar Graduate Programme, en op 31 december 2016 waren 320 stagiair(e)s werkzaam bij de ECB (17% meer dan in 2015). De ECB heeft tevens vijf onderzoeksplaatsen aangeboden als onderdeel van het Wim Duisenberg Research Fellowship-programma, dat openstaat voor vooraanstaande economen, en zes onderzoeksplaatsen aan jonge onderzoekers in het kader van haar Lamfalussy Fellowship-programma.

Hoewel de organisatie licht in omvang is gegroeid, verlieten 56 medewerkers met een contract voor bepaalde tijd of met een permanent contract in 2016 de ECB of gingen ze met pensioen (tegen 53 in 2015), terwijl in de loop van het jaar 317 kortlopende contracten afliepen.

# Jaarstukken

2016

<b>Managementverslag over het boekjaar 2016</b>	<b>A 2</b>
<b>Jaarrekening van de ECB</b>	<b>A 20</b>
Balans per 31 december 2016	A 20
Winst-en-verliesrekening over 2016	A 22
Grondslagen voor de financiële verslaggeving	A 23
Toelichting op de balans	A 33
Niet in de balans opgenomen instrumenten	A 51
Toelichting op de winst-en-verliesrekening	A 54
<b>Controleverklaring van de onafhankelijke accountant</b>	<b>A 61</b>
<b>Toelichting op de verdeling van winst/toedeling van verliezen</b>	<b>A 65</b>

# Managementverslag over het boekjaar 2016

## 1 Doel van het managementverslag van de ECB

De ECB vormt onderdeel van het Eurosysteem, dat als hoofddoel heeft het handhaven van prijsstabiliteit. De voornaamste taken van de ECB, zoals beschreven in de Statuten van het ESCB, omvatten het ten uitvoer leggen van het monetair beleid van de Europese Unie, het verrichten van valutamarktoperaties, het beheren van de officiële externe reserves van de landen van het eurogebied en het bevorderen van een goede werking van het betalingsverkeer.

Om indringend en doeltreffend banktoezicht te kunnen uitoefenen is de Europese Centrale Bank bovendien verantwoordelijk voor de effectieve en consistente werking van het Gemeenschappelijk Toezichtsmechanisme ('Single Supervisory Mechanism' of SSM). Aldus draagt zij bij aan de veiligheid en soliditeit van het bankwezen en aan de stabiliteit van het financiële stelsel.

Gezien het feit dat de activiteiten en transacties van de ECB worden verricht ter ondersteuning van haar beleidsdoelstellingen dienen de financiële uitkomsten te worden gezien in samenhang met haar beleidsacties. In dit opzicht vormt het managementverslag een integrerend onderdeel van de Jaarstukken van de ECB, aangezien het de lezer voorziet van contextuele informatie over de werkzaamheden van de ECB en over de invloed van de belangrijkste activiteiten en transacties van de ECB op haar risico's en jaarrekening.<sup>1</sup>

Daarnaast bevat dit verslag informatie over de financieringsmiddelen van de ECB en over de belangrijkste processen die verband houden met de totstandkoming van haar jaarrekening.

## 2 Belangrijkste processen en functies

De interne processen van de ECB waarborgen de kwaliteit en juistheid van de in haar jaarrekening opgenomen informatie. Daarnaast is er een aantal belangrijke functies betrokken bij het uitvoeren van beleidsbeslissingen met een aanzienlijke invloed op de gerapporteerde cijfers.

---

<sup>1</sup> De "jaarrekening" bestaat uit de balans, de winst-en-verliesrekening en de daarmee verband houdende toelichtingen. De "Jaarstukken" bestaan uit de jaarrekening, het managementverslag, de controleverklaring van de onafhankelijke accountant en de toelichting op de verdeling van winst/toedeling van verliezen.

## 2.1 Beheersingsmaatregelen binnen de organisatie-eenheden

Binnen de interne beheersingsstructuur van de ECB is iedere organisatie-eenheid ('business area') verantwoordelijk voor het beheer van de eigen operationele risico's en voor de implementatie van beheersingsmaatregelen om de doeltreffendheid en doelmatigheid van de activiteiten te waarborgen, evenals voor de juistheid van de in de jaarrekening van de ECB op te nemen informatie. De verantwoordelijkheid voor en verantwoording van de tenuitvoerlegging van het budget liggen eveneens primair bij de individuele organisatie-eenheid.

## 2.2 Budgetteringsprocessen

De Afdeling Budgettering en Controlling van het Directoraat-Generaal Financiën is verantwoordelijk voor het ontwikkelen, opstellen en monitoren van het budget overeenkomstig de strategische prioriteiten die door de Raad van Bestuur en de Directie zijn vastgesteld. Deze taken worden uitgevoerd in samenwerking met de organisatie-eenheden, waarbij overigens wel het scheidingsbeginsel<sup>2</sup> in acht wordt genomen. De Afdeling Budgettering en Controlling is ook verantwoordelijk voor planning en middelenbeheer, kosten/batenanalyses en investeringsanalyses voor ECB-projecten en levert overeenkomstig de overeengekomen kaders een bijdrage op deze terreinen waar het projecten van het ESCB betreft. De uitgaven ten opzichte van de goedgekeurde budgetten worden periodiek gemonitord door de Directie, waarbij rekening wordt gehouden met het advies van de Afdeling Budgettering en Controlling onder begeleiding van de Chief Services Officer (CSO), en door de Raad van Bestuur, die daarbij wordt bijgestaan door het Begrotingscomité. Overeenkomstig Artikel 15 van het Reglement van Orde van de ECB ondersteunt het Begrotingscomité de Raad van Bestuur door de jaarlijkse budgetvoorstellen van de ECB en verzoeken om budgetuitbreiding door de Directie te beoordelen, voordat deze ter goedkeuring aan de Raad van Bestuur worden voorgelegd.

## 2.3 Portefeuillebeheer

De ECB houdt in euro luidende effecten voor monetairbeleidsdoeleinden aan, die zijn aangekocht in het kader van het programma voor de effectenmarkten ('Securities Markets Programme' of SMP), het programma voor de aankoop van effecten op onderpand van activa ('asset-backed securities purchase programme' of ABSPP), het programma voor de aankoop van door de publieke sector uitgegeven schuldbewijzen ('public sector purchase programme' of PSPP) en de drie programma's voor de aankoop van gedekte obligaties ('covered bond purchase

---

<sup>2</sup> Het scheidingsbeginsel heeft betrekking op het in de GTM-Verordening vastgelegde vereiste dat de ECB haar toezichtstaken dient uit te voeren onverminderd, en gescheiden van, haar taken die betrekking hebben op het monetair beleid en alle andere taken.

programmes' of CBPP's).<sup>3</sup> Het doel van de aankoopprogramma's<sup>4</sup> is de verdere versoepeling van de monetaire en financiële condities om op die manier bij te dragen aan een terugkeer van de inflatie naar een niveau onder maar dicht bij 2% op de middellange termijn. De op grond van deze programma's verrichte aankopen zijn gebaseerd op de door de Raad van Bestuur genomen beslissingen over de totale maandelijkse aankopen door het Eurosysteem en moeten aan vooraf vastgestelde toelatingscriteria voldoen.

Daarnaast heeft de ECB een portefeuille externe reserves (bestaande uit Amerikaanse dollars, Japanse yen, goud en bijzondere trekkingsrechten) en een in euro luidende eigenmiddelen-beleggingsportefeuille.

Het doel van de externe reserves van de ECB is het financieren van eventuele ECB-interventies op de valutamarkt. Dit doel bepaalt de overkoepelende doelstellingen van het portefeuillebeheer, namelijk (in volgorde van prioriteit) liquiditeit, veiligheid en rendement. De belegging van de externe reserves van de ECB wordt beheerd door een centrale risicobeheerfunctie, waarbij de beleggingstransacties op gedecentraliseerde wijze worden uitgevoerd. Voor de Amerikaansdollar- en Japanse-yenportefeuilles stelt de Raad van Bestuur een strategische benchmarkportefeuille vast, na een voorstel daartoe van de risicobeheerfunctie binnen de ECB. Daarna ontwikkelen de portefeuillebeheerders van de ECB de tactische benchmarkportefeuilles. Op basis van deze portefeuilles nemen de portefeuillebeheerders bij de nationale centrale banken daadwerkelijke posities in.

Het doel van de eigenmiddelenportefeuille van in euro luidende activa is inkomsten te verschaffen om de operationele kosten van de ECB die geen verband houden met de uitvoering van haar toezichtstaken, te helpen financieren.<sup>5</sup> In dit kader is de doelstelling van het beheer van de eigenmiddelenportefeuille een zo groot mogelijk rendement te behalen, zij het met inachtneming van een aantal risicolimieten.

Daarnaast worden de middelen die verband houden met de pensioenregelingen van de ECB belegd in een extern beheerde portefeuille.

## 2.4 Toezicht op financiële risico's

Het Directoraat Risicobeheer bij de ECB doet voorstellen voor beleid en procedures die zorgen voor een passend niveau van bescherming tegen financiële risico's voor de ECB in verband met haar portefeuilles monetairbeleidseffecten, portefeuille externe reserves en haar in euro luidende eigenmiddelen-beleggingsportefeuille. Daarnaast ondersteunt het Comité voor Risicobeheer, dat bestaat uit deskundigen

---

<sup>3</sup> De ECB houdt geen activa aan die zijn aangekocht in het kader van het programma voor de aankoop van door de bedrijvensector uitgegeven schuldbewijzen ('corporate sector purchase programme' of CSPP), dat op 8 juni 2016 van start is gegaan. De aankopen in het kader van het CSPP worden uit naam van het Eurosysteem verricht door zes nationale centrale banken.

<sup>4</sup> De ECB koopt momenteel effecten aan in het kader van het derde CBPP, het ABSPP en het PSPP. De aankopen in het kader van de eerste twee CBPP's en het SMP zijn beëindigd.

<sup>5</sup> De kosten van de ECB in verband met haar toezichtstaken worden doorberekend aan de onder toezicht staande entiteiten door middel van een jaarlijkse vergoeding.

van de centrale banken van het Eurosysteem, de besluitvormende organen bij het waarborgen van een passend beschermingsniveau voor het Eurosysteem, met inbegrip van de ECB. Dit wordt bereikt door beheer en beheersing van de financiële risico's die voortvloeien uit markttransacties. Wat deze activiteiten betreft, draagt het Comité voor Risicobeheer bij aan onder meer het monitoren, meten en rapporteren van de financiële risico's op de balans van het Eurosysteem (met inbegrip van de ECB) en het opstellen en beoordelen van de daarmee verband houdende methodologieën en kaders.

## 2.5 Totstandkoming van de jaarrekening van de ECB

De jaarrekening van de ECB wordt opgesteld in overeenstemming met de door de Raad van Bestuur vastgelegde grondslagen. De productie en het goedkeuringsproces van de jaarrekening van de ECB vóór de publicatie ervan wordt geïllustreerd in het onderstaande schema.



De Afdeling Financiële Rapportage van het Directoraat-Generaal Financiën is, in samenwerking met andere organisatie-eenheden, verantwoordelijk voor de productie van de jaarrekening en zorgt ervoor dat alle daarmee verband houdende documentatie tijdig aan de accountants en de besluitvormende organen wordt toegezonden.

De jaarrekening van de ECB wordt gecontroleerd door de onafhankelijke externe accountant die door de Raad van Bestuur is aanbevolen en door de Raad van de Europese Unie is goedgekeurd.<sup>6</sup> Het is de verantwoordelijkheid van de externe accountant een oordeel te geven of de jaarrekening een getrouw beeld geeft van de financiële positie van de ECB en van de resultaten van haar transacties, overeenkomstig de door de Raad van Bestuur vastgelegde grondslagen voor de financiële verslaggeving. In dit verband onderzoekt de externe accountant de administratie en verslaggeving van de ECB, de toereikendheid van de bij de opstelling en presentatie van de jaarrekening toegepaste interne beheersingsmaatregelen en beoordeelt deze ook de geschiktheid van de gehanteerde grondslagen voor de financiële verslaggeving.

De financiële verslaggevingsprocessen en de jaarrekening van de ECB kunnen ook onderwerp zijn van interne audits. Alle rapporten van het Directoraat Interne Audit, waarin tot de betrokken organisatie-eenheden gerichte aanbevelingen kunnen zijn opgenomen, worden aan de Directie voorgelegd.

<sup>6</sup> Teneinde het publiek ervan te verzekeren dat de onafhankelijkheid van de externe accountant van de ECB is gewaarborgd, vindt om de vijf jaar rotatie van de accountantsfirma plaats.



Het Comité Activa en Passiva van de ECB (ALCO), dat bestaat uit vertegenwoordigers van diverse organisatie-eenheden van de ECB, controleert en beoordeelt systematisch alle factoren die van invloed kunnen zijn op de balans en de winst-en-verliesrekening van de ECB. Dit Comité beoordeelt de jaarrekening en de daarmee verband houdende documentatie alvorens deze ter goedkeuring aan de Directie worden voorgelegd.

Nadat de Directie zijn goedkeuring heeft gegeven voor publicatie van de jaarrekening wordt deze, samen met de door de externe accountant afgegeven controleverklaring en alle relevante documentatie, ter beoordeling voorgelegd aan het Auditcomité van de ECB,<sup>7</sup> alvorens deze door de Raad van Bestuur worden goedgekeurd. Het Auditcomité ondersteunt de Raad van Bestuur ten aanzien van diens verantwoordelijkheden met betrekking tot onder meer de integriteit van de financiële informatie en het toezicht op de interne beheersingsmaatregelen. In dit verband beoordeelt het Auditcomité of de jaarrekening van de ECB een getrouw beeld geeft en is opgesteld conform de goedgekeurde regels voor de financiële verslaggeving. Het beoordeelt ook eventuele belangrijke financieel-administratieve en verslaggevingskwesaties die van invloed zouden kunnen zijn op de jaarrekening van de ECB.

De jaarrekening van de ECB, het managementverslag en de toelichting op de verdeling van winst/toedeling van verliezen worden elk jaar in februari door de Raad van Bestuur goedgekeurd en onmiddellijk daarna gepubliceerd, samen met de controleverklaring van de onafhankelijke accountant.

### 3 Risicobeheer

Risicobeheer is een cruciaal onderdeel van de activiteiten van de ECB en wordt uitgevoerd door middel van een continu proces van identificatie, beoordeling, beperking en monitoring van risico's. Het onderstaande overzicht specificeert de belangrijkste risico's waaraan de ECB blootstaat, de bron van deze risico's en de toegepaste risicobeheersingskaders. De daaropvolgende paragrafen verschaffen nadere informatie.

---

<sup>7</sup> Het Auditcomité bestaat uit vijf leden: de Vice-President van de ECB, twee ervaren presidenten van nationale centrale banken van het eurogebied en twee externe leden, die zijn gekozen uit hooggeplaatste functionarissen met ervaring in centraal bankieren.

## Risico's waaraan de ECB blootstaat

Risico	Component	Soort risico	Risicobron	Risicobeheersingskader
Krediet-risico <sup>1</sup>		Wanbetalingsrisico	<ul style="list-style-type: none"> <li>aangehouden externe reserves</li> <li>beleggingsportefeuille luidend in euro</li> <li>voor monetair beleid aangehouden effecten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>toelatingscriteria</li> <li>risicopositielimieten</li> <li>diversificatie</li> <li>onderpandstelling</li> <li>monitoring financiële risico's</li> </ul>
		Kredietmigratierisico	<ul style="list-style-type: none"> <li>aangehouden externe reserves</li> <li>beleggingsportefeuille luidend in euro</li> </ul>	
Financiële risico's		Valutarisico en grondstoffenrisico <sup>2</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>aangehouden externe reserves</li> <li>aangehouden goud</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>diversificatie</li> <li>herwaarderingsrekeningen</li> <li>monitoring financiële risico's</li> </ul>
	Markt-risico	Renterisico <sup>3</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>aangehouden externe reserves</li> <li>beleggingsportefeuille luidend in euro</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>markttrisicolimieten</li> <li>beleid voor portefeuillesamenstelling</li> <li>herwaarderingsrekeningen</li> <li>monitoring financiële risico's</li> </ul>
		(i) daling van marktwaarden		
	(ii) afname van de nettorentebaten	<ul style="list-style-type: none"> <li>totale balans van de ECB</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>beleid voor portefeuillesamenstelling</li> <li>monitoring financiële risico's</li> </ul>	
		Liquideitsrisico <sup>4</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>aangehouden externe reserves</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>beleid voor portefeuillesamenstelling</li> <li>liquideitslimieten</li> <li>monitoring financiële risico's</li> </ul>
		Operationeel risico <sup>5</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>personeelsbestand, personeelsmiddelen, personeelsbeleid</li> <li>interne governance en bedrijfsprocessen</li> <li>systemen</li> <li>externe gebeurtenissen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>identificatie, beoordeling, aanpak, rapportage en monitoring m.b.t. operationele risico's</li> <li>kader voor operationeelrisicobeheer inclusief risicotolerantiebeleid</li> <li>kader voor bedrijfscontinuïteitsbeheer</li> <li>kader voor crisisbeheersing</li> </ul>

1) **Kredietrisico** is het risico van financiële verliezen ten gevolge van een "wanbetalingsgebeurtenis" die voortkomt uit het feit dat een debiteur (een tegenpartij of emittent) niet in staat is tijdig zijn financiële verplichtingen na te komen, of van een herprijsing van financiële activa na een verslechtering van hun kredietkwaliteit en kredietbeoordeling.

2) **Valutarisico en grondstoffenrisico** zijn de risico's van financiële verliezen op (a) in vreemde valuta luidende posities ten gevolge van wisselkoersschommelingen en op (b) aangehouden grondstoffen ten gevolge van marktprijschommelingen.

3) **Renterisico** is het risico van financiële verliezen ten gevolge van ongunstige rentewijzigingen die aanleiding geven tot (1) een marktwaardedaling van financiële instrumenten of (2) een negatieve invloed op de nettorentebaten.

4) **Liquideitsrisico** is het risico van financiële verliezen ten gevolge van het onvermogen om een actief binnen een passende tijdsperiode te gelde te maken tegen de marktwaarde van dat ogenblik.

5) **Operationeel risico** is het risico van een negatieve invloed op de de financiën, bedrijfsvoering of reputatie als gevolg van mensen, de inadequate tenuitvoerlegging of het tekortschieten van de interne governance en bedrijfsprocessen, het niet-functioneren van systemen waarop processen zijn gebaseerd, of externe gebeurtenissen (bijvoorbeeld natuurrampen of aanvallen van buitenaf).

### 3.1 Financiële risico's

De financiële risico's vloeien voort uit de kernactiviteiten van de ECB en de daarmee verband houdende risicoposities. De ECB neemt besluiten ten aanzien van haar portefeuillesamenstelling en implementeert passende risicobeheerkaders, waarbij zij

rekening houdt met de doelstellingen en doeleinden van de verschillende portefeuilles en de financiële posities, en met de risicovoorkeuren van haar besluitvormende organen.

Financiële risico's kunnen worden gekwantificeerd met behulp van een verscheidenheid aan risicomaatstaven. De ECB maakt gebruik van intern ontwikkelde risicoschattingstechnieken, die zijn gebaseerd op een gecombineerd markt- en kredietrisicosimulatiekader. De essentiële modelleringsconcepten, - technieken en - aannames die aan de risicomaatstaven ten grondslag liggen, bouwen voort op marktstandaarden en beschikbare marktgegevens.

Om een uitgebreid inzicht te krijgen in potentiële risicogebeurtenissen die zich met verschillende frequenties en met verschillende hevigheidsniveaus zouden kunnen voordoen, en om te voorkomen dat er te veel gekeken wordt naar één enkele risicomaatstaf, gebruikt de ECB twee types statistische risicomaatstaven, 'Value-at-Risk' (VaR) en 'Expected Shortfall' (ES),<sup>8</sup> geschat voor verschillende betrouwbaarheidsniveaus en een tijdshorizon van één jaar. Deze risicomaatstaven houden geen rekening met (1) het liquiditeitsrisico van de portefeuilles van de ECB, met name de aangehouden externe reserves, en met (2) het langetermijnrisico van dalende nettorentebaten voor de ECB. Om deze reden, en om deze statistische risicoschattingen beter te begrijpen en aan te vullen, voert de ECB ook regelmatig gevoeligheids- en stressscenarioanalyses uit, samen met langeretermijnprojecties van risicoposities en baten.

Per 31 december 2016 kwamen de financiële risico's voor alle ECB-portefeuilles, zoals gemeten door de VaR bij een betrouwbaarheidsniveau van 95% en een tijdshorizon van één jaar, samen uit op € 10,6 miljard, hetgeen € 0,6 miljard hoger is dan de per 31 december 2015 geschatte risico's. Deze toename hangt voornamelijk samen met de hogere waarde van het door de ECB aangehouden goud als gevolg van de goudprijssstijging in 2016. Het additionele risico wordt gemitigeerd door een toename van de respectieve herwaarderingsrekeningen.

### 3.1.1 Kredietrisico

De risicobeheersingskaders en -limieten die de ECB gebruikt om haar kredietrisicoprofiel te beheren, verschillen per type transactie en zijn afhankelijk van de beleids- of beleggingsdoelstellingen van de verschillende portefeuilles en de risicokenmerken van de onderliggende activa.

Het kredietrisico als gevolg van de door de ECB aangehouden externe reserves is klein, aangezien de reserves zijn belegd in activa met een hoge kredietkwaliteit.

---

<sup>8</sup> VaR wordt gedefinieerd als het maximale verlies dat op basis van een statistisch model en bij een gegeven waarschijnlijkheid (betrouwbaarheidsniveau) niet zal worden overschreden. ES wordt gedefinieerd als een waarschijnlijkheidsgewogen gemiddeld verlies in de scenario's die de VaR-drempel overschrijden, bij een gegeven betrouwbaarheidsniveau.

Het doel van de in euro luidende eigenmiddelenportefeuille is de ECB inkomsten te verschaffen om haar operationele kosten die geen verband houden met de uitvoering van haar toezichtstaken, te helpen financieren en tegelijkertijd het belegde kapitaal te behouden. Rendementsoverwegingen spelen derhalve een relatief grotere rol in de portefeuillesamenstelling en het risicobeheersingskader voor deze aanhoudingen dan het geval is bij de portefeuille externe reserves van de ECB. Desalniettemin wordt het kredietrisico ten aanzien van deze beleggingen op bescheiden niveaus gehouden.

De voor monetairbeleidsdoeleinden aangekochte effecten worden gewaardeerd tegen geamortiseerde kostprijs verminderd met eventuele bijzondere waardeverminderingen. Daarom heeft een eventuele verandering in de kredietkwaliteit (kredietmigratie) van deze effecten niet direct invloed op de jaarrekening van de ECB. Deze effecten kunnen echter nog steeds blootstaan aan wanbetalingsrisico, dat door middel van het toegepaste risicobeheerskader binnen de tolerantieniveaus van de ECB wordt gehouden.

### 3.1.2 Marktrisico

Bij het beheer van haar aanhoudingen zijn de voornaamste marktrisico's waaraan de ECB blootstaat valutarisico en grondstoffenrisico (i.v.m. de goudprijs). Daarnaast staat de ECB bloot aan renterisico.

#### Valutarisico en grondstoffenrisico

Het financiële risicoprofiel van de ECB wordt hoofdzakelijk bepaald door valuta- en grondstoffenrisico's. Dit is het gevolg van de omvang van de externe reserves (vooral bestaand uit Amerikaanse dollars) en de goudvoorraad van de ECB, en van de hoge volatiliteit van valutakoersen en de goudprijs.

Gezien de beleidsrol van het goud en de externe reserves is de ECB er niet op uit valutarisico en grondstoffenrisico te elimineren. Deze risico's worden wel gemitigeerd door spreiding van de aanhoudingen over verschillende valuta's en goud.

Overeenkomstig de regels van het Eurosysteem kunnen de herwaarderingsrekeningen met betrekking tot het goud en de Amerikaanse dollars, die per 31 december 2016 respectievelijk € 13,9 miljard (2015: € 11,9 miljard) en € 12,0 miljard (2015: € 10,6 miljard) bedroegen, worden gebruikt om de impact van eventuele toekomstige ongunstige bewegingen in de goudprijs en de wisselkoers van de Amerikaanse dollar te absorberen, waardoor een effect op de winst-en-verliesrekening van de ECB zou worden beperkt of zelfs voorkomen.

## Renterisico

De externe reserves en de in euro luidende eigenmiddelenportefeuille van de ECB worden voornamelijk belegd in vastrentende effecten. Deze effecten worden tegen marktprijzen geherwaardeerd en zijn derhalve onderhevig aan marktrisico ten gevolge van renteschommelingen. Dit 'mark-to-market' renterisico wordt beheerd door middel van portefeuillesamenstellingsbeleid en marktriscolimieten.

Het uit de externe reserves van de ECB voortvloeiende renterisico is klein, aangezien deze reserves voornamelijk worden belegd in activa met een relatief korte looptijd. Dit wordt gedaan om te allen tijde de marktwaarde van de externe reserves, die worden aangehouden voor eventuele interventiedoeleinden, te bewaren. Aangezien dit niet zo'n belangrijke overweging is voor de in euro luidende eigenmiddelenportefeuille, hebben de activa in die portefeuille over het algemeen een langere looptijd, hetgeen resulteert in een hoger maar nog steeds beperkt niveau van renterisico.

De ECB staat tevens bloot aan het risico van een mismatch tussen de rentebaten uit haar activa en de op haar verplichtingen betaalde rentelasten, hetgeen van invloed is op haar nettorentebaten. Dit risico is niet direct verbonden aan een bepaalde portefeuille, maar houdt eerder verband met de totale structuur van de balans van de ECB, en dan met name met het bestaan van looptijd- en rendementsmismatches tussen activa en passiva. Het portefeuillesamenstellingsbeleid, waaronder het beleid en de procedures die ervoor zorgen dat aankopen tegen passende prijzen plaatsvinden, wordt gebruikt om dit soort risico te beheren, waarbij rekening wordt gehouden met monetairbeleidsoverwegingen. Dit risico wordt verder verminderd doordat op de balans van de ECB verplichtingen bestaan waarover geen (rente)vergoeding wordt betaald.

De ECB volgt dit risico nauwlettend door middel van een toekomstgerichte analyse van haar winstgevendheid. Deze analyse maakt duidelijk dat de ECB naar verwachting de komende jaren nettorentebaten zal blijven verdienen, ondanks het stijgende aandeel van monetairbeleidsactiva met een laag rendement en een lange looptijd op haar balans ten gevolge van de lopende monetairbeleidsprogramma's voor de aankoop van activa.

### 3.1.3 Liquiditeitsrisico

Ten gevolge van de rol van de euro als een belangrijke reservevaluta, de rol van de ECB als een centrale bank en haar activa- en passivastructuur, vloeit de belangrijkste blootstelling van de ECB aan liquiditeitsrisico voort uit haar externe reserves. Dit is omdat grote hoeveelheden van deze aanhoudingen binnen een kort tijdsbestek te gelde moeten kunnen worden gemaakt om valutainterventies te kunnen uitvoeren. Om dit risico te beheren zorgen het portefeuillesamenstellingsbeleid en limieten ervoor dat een voldoende groot deel van de aanhoudingen van de ECB wordt belegd in activa die snel, en met een verwaarloosbaar effect op de prijs, liquide kunnen worden gemaakt.

In 2016 is het liquiditeitsrisico van de portefeuilles van de ECB klein gebleven.

## 3.2 Operationeel risico

De belangrijkste doelstellingen van het kader van de ECB voor operationeelrisicobeheer zijn (a) er mede voor te zorgen dat de ECB haar missie en doelstellingen verwezenlijkt, en (b) haar reputatie en overige activa te beschermen tegen verlies, misbruik en schade.

Krachtens het kader voor operationeelrisicobeheer is iedere organisatie-eenheid verantwoordelijk voor het identificeren, beoordelen, beheersen, rapporteren over en bewaken van de operationele risico's en beheersingsmaatregelen. Organisatie-eenheden met een horizontale rol nemen specifieke beheersingsmaatregelen op een bankbreed niveau voor hun rekening. In dit verband verschaft het risicotolerantiebeleid van de ECB een leidraad voor risicobeheersingsstrategieën en risicoaanvaardingsprocedures. Het is gekoppeld aan een risicomatrix gebaseerd op de impact- en waarschijnlijkheidsschalen van de ECB (die van kwantitatieve en kwalitatieve criteria gebruikmaken).

De eenheid belast met het beheer van operationeel risico en de bedrijfscontinuïteit, die onder de CSO valt, is verantwoordelijk voor het onderhouden van de kaders voor het operationeelrisicobeheer en de bedrijfscontinuïteit, en voor het bieden van methodologische ondersteuning – aan de eigenaren van risico's en beheersingsmaatregelen – ten aanzien van activiteiten op het gebied van het beheer van operationeel risico en de bedrijfscontinuïteit. Daarnaast rapporteert zij jaarlijks en op ad-hocbasis over operationele risico's aan het Comité Operationele Risico's en de Directie en ondersteunt zij de besluitvormende organen bij hun toezichtsrol betreffende het beheer van de operationele risico's en beheersingsmaatregelen van de ECB. Zij coördineert het programma voor bedrijfscontinuïteitsbeheer, de periodieke bedrijfscontinuïteitstests en de toetsingen van de bedrijfscontinuïteitsregelingen voor de tijdkritische werkzaamheden van de ECB. Ten slotte ondersteunt zij ook het Crisisbeheerteam (inclusief de ondersteunende structuren daarvan) en organisatie-eenheden bij (uitzonderlijke) situaties die zich mogelijk anderszins zouden kunnen ontwikkelen tot een operationele crisis.

## 4 Financieringsmiddelen

De financieringsmiddelen van de ECB worden (1) belegd in activa die baten genereren, en/of (2) gebruikt om rechtstreeks verliezen uit financiële risico's te compenseren. Deze financieringsmiddelen bestaan uit het kapitaal, de algemene risicovoorziening, de herwaarderingsrekeningen en het resultaat over het jaar.

## Kapitaal

Het volgestorte kapitaal van de ECB bedroeg op 31 december 2016 €7.740 miljoen. Gedetailleerde informatie is te vinden in Toelichting 15.1, “Kapitaal”, in de “Toelichting op de balans”.

## Voorziening voor wisselkoers-, rente-, krediet- en goudprijsrisico's

Gezien de aanzienlijke blootstelling van de ECB aan financiële risico's – zoals uiteengezet in Paragraaf 3.1 – heeft de ECB een voorziening gevormd voor risico's die verband houden met wisselkoersen (valuta's), de rente, kredietkwaliteit en de goudprijs (grondstoffen). Jaarlijks wordt bezien hoe groot deze voorziening moet zijn en of ze moet worden voortgezet, waarbij rekening wordt gehouden met een scala van factoren, waaronder de omvang van de aangehouden risicodragende activa, de geprojecteerde resultaten voor het komende jaar en een risicobeoordeling. Deze risicobeoordeling wordt beschreven in Paragraaf 3.1 en wordt in de tijd consistent toegepast. De risicovoorziening mag, samen met het in het algemeen reservefonds van de ECB aangehouden bedrag, niet hoger zijn dan het door de nationale centrale banken van het eurogebied gestorte kapitaal van de ECB.

Per 31 december 2016 bedroeg de voorziening voor wisselkoers-, rente-, krediet- en goudprijsrisico's €7.620 miljoen, hetgeen gelijk is aan het door de nationale centrale banken van het eurogebied gestorte kapitaal van de ECB per die datum.

## Herwaarderingsrekeningen

Ongerealiseerde winsten op goud, vreemde valuta's en aan prijsherwaardering onderhevige effecten worden niet als baten in de winst-en-verliesrekening opgenomen maar worden rechtstreeks verwerkt in de herwaarderingsrekeningen op de passivazijde van de balans van de ECB. De saldi van de herwaarderingsrekeningen kunnen worden gebruikt om de impact van eventuele toekomstige ongunstige bewegingen in de respectieve prijzen en/of valutakoersen te absorberen, en versterken derhalve de weerbaarheid van de ECB ten opzichte van de onderliggende risico's.

Het totale bedrag van de herwaarderingsrekeningen voor goud, vreemde valuta's en effecten bedroeg ultimo december 2016 €28,8 miljard<sup>9</sup> (2015: €25,0 miljard). Voor nadere informatie, zie de “Grondslagen voor de financiële verslaggeving” en Toelichting 14, “Herwaarderingsrekeningen”, in de “Toelichting op de balans”.

---

<sup>9</sup> Daarnaast omvat de balanspost “Herwaarderingsrekeningen” herberekeningen ten aanzien van uitkeringen na uitdiensttreding.

## Resultaat

De resultaten die de ECB met behulp van haar activa en passiva in een boekjaar per saldo behaalt, zouden kunnen worden gebruikt om eventuele verliezen te absorberen die voortvloeien uit financiële risico's die in hetzelfde jaar werkelijkheid zouden worden. Het resultaat draagt aldus bij aan de bescherming van het nettovermogen van de ECB.

### *Ontwikkelingen in de financieringsmiddelen van de ECB*

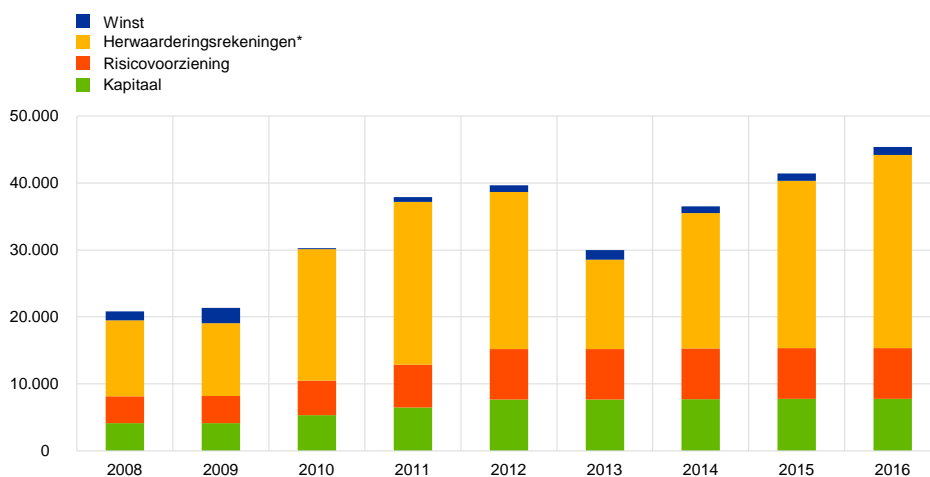
Grafiek 1 geeft een overzicht van de ontwikkeling van de hierboven genoemde financieringsmiddelen van de ECB en van de belangrijkste valutakoersen en de goudprijs voor de periode 2008-2016. Gedurende deze periode (a) verdubbelde het volgestorte kapitaal van de ECB bijna, als gevolg van het in 2010 door de Raad van Bestuur genomen besluit om het geplaatste kapitaal te verhogen, (b) steeg de risicovoorziening naar een bedrag gelijk aan het gestorte kapitaal door de nationale centrale banken van het eurogebied, (c) lieten de herwaarderingsrekeningen een opmerkelijke volatiliteit zien, voornamelijk ten gevolge van veranderingen in valutakoersen en de goudprijs, en (d) varieerde de nettowinst van € 0,2 miljard tot € 2,3 miljard; dit was onder invloed van een aantal factoren, zoals de toevoegingen aan de risicovoorziening van de ECB, ontwikkelingen in de rentetarieven en de met het monetair beleid verband houdende effectenaankopen.



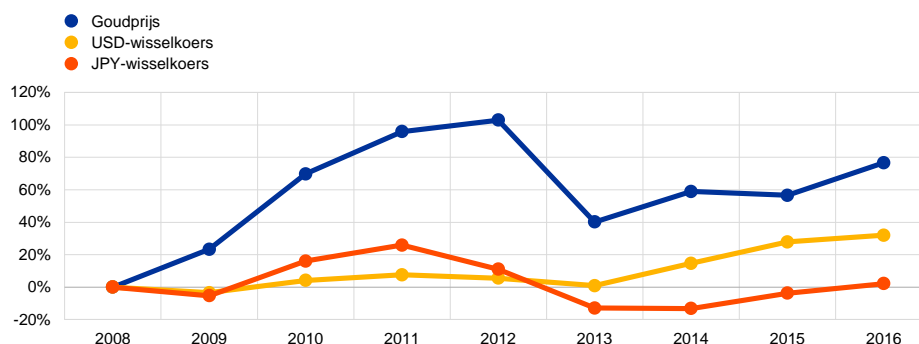
## Grafiek 1

De financieringsmiddelen van de ECB, de belangrijkste valutakoersen en de goudprijs<sup>10</sup> in de periode 2008-2016

(EUR miljoen)



(mutaties in procenten 2008)



Bron: ECB.

\* Dit is inclusief de totale herwaarderingswinsten op goud, vreemde valuta's en effecten.

## 5 Invloed van de belangrijkste activiteiten op de jaarrekening

In de tabel wordt een overzicht gegeven van de belangrijkste transacties en functies van de ECB bij de uitvoering van haar mandaat, en de invloed daarvan op de jaarrekening van de ECB. De volledige omvang van de monetairbeleidstransacties van het Eurosysteem komt tot uitdrukking in de jaarrekening van de ECB, samen met die van de nationale centrale banken van het eurogebied, overeenkomstig het beginsel van gedecentraliseerde tenuitvoerlegging van het monetair beleid in het Eurosysteem.

<sup>10</sup> De ontwikkelingen in de belangrijkste valutakoersen en de goudprijs worden gepresenteerd als de verandering in procenten ten opzichte van de valutakoersen en de goudprijs ultimo 2008.

Transactie/functie	Invloed op de jaarrekening van de ECB
Monetairbeleidstransacties	De monetairbeleidstransacties worden met behulp van het standaardinstrumentarium (d.w.z. openmarkttransacties, permanente faciliteiten en minimumreserveverplichtingen voor kredietinstellingen) decentraal uitgevoerd door de nationale centrale banken van het Eurosysteem. Dienovereenkomstig worden deze transacties niet in de balans van de ECB opgenomen.
Voor monetairbeleidsdoeleinden aangehouden effecten (op grond van CBPP's, SMP, ABSPP en PSPP) <sup>11</sup>	Voor monetairbeleidsdoeleinden aangekochte effecten worden opgenomen onder de balanspost "Voor monetairbeleidsdoeleinden aangehouden effecten". De effecten in deze portefeuilles worden gewaardeerd tegen geamortiseerde kostprijs, en ten minste een maal per jaar wordt gecontroleerd of er een bijzondere waardevermindering heeft plaatsgevonden. Overlopende couponposten en geamortiseerde agio's en disagio's worden in de winst-en-verliesrekening verwerkt. <sup>12</sup>
Beleggingsactiviteiten (beheer van externe reserves en eigen middelen)	De externe reserves van de ECB worden op de balans gepresenteerd <sup>13</sup> of worden tot de afwikkelingsdatum op buitenbalansrekeningen weergegeven. De eigenmiddelenportefeuille van de ECB wordt in de balans opgenomen, voornamelijk onder de post "Overige financiële activa". Nettorentebaten, waaronder overlopende couponposten en geamortiseerde agio's en disagio's, worden in de winst-en-verliesrekening opgenomen. <sup>14</sup> Ongerealiseerde verliezen uit hoofde van prijs- en valutakoersherwaardering die hoger zijn dan eerder verwerkte ongerealiseerde winsten op dezelfde posten, alsook gerealiseerde winsten en verliezen op de verkoop van effecten, worden eveneens in de winst-en-verliesrekening verantwoord. <sup>15</sup> Ongerealiseerde winsten worden in de balans verwerkt onder de post "Herwaarderingsrekeningen".
Liquiditeitsverschaffende transacties in vreemde valuta	De ECB treedt op als een intermediair tussen centrale banken die niet tot het eurogebied behoren en de nationale centrale banken van het Eurosysteem door middel van swaptransacties die zijn bedoeld om voor de korte termijn financiering in vreemde valuta te verstrekken aan de tegenpartijen van het Eurosysteem. Deze transacties worden opgenomen in de balansposten "Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro" en "Overige vorderingen/verplichtingen binnen het Eurosysteem" en zijn niet van invloed op de winst-en-verliesrekening van de ECB.
Betalingssystemen (TARGET2)	De saldi binnen het Eurosysteem van de nationale centrale banken van het eurogebied ten opzichte van de ECB uit hoofde van TARGET2 worden in de balans van de ECB als één nettoactief of nettoverplichting gepresenteerd. De vergoeding op deze saldi wordt in de winst-en-verliesrekening opgenomen onder de posten "Overige rentebaten" en "Overige rentelasten".
Bankbiljetten in omloop	Aan de ECB is een aandeel van 8% van de totale waarde van de in omloop zijnde eurobankbiljetten toegeedeeld. Dit aandeel wordt gedekt door rentedragende vorderingen op de nationale centrale banken, tegen de rente van de basisherfinancieringstransacties. Deze rente wordt in de winst-en-verliesrekening opgenomen onder de post "Rentebaten uit de toedeling van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem". De kosten van het grensoverschrijdend vervoer van eurobankbiljetten tussen bankbiljettendrukkerijen en de nationale centrale banken voor de levering van nieuwe bankbiljetten, en tussen de nationale centrale banken voor het opheffen van tekorten vanuit overschotvoorraden, worden centraal door de ECB gedragen. Deze kosten worden in de winst-en-verliesrekening opgenomen onder de post "Productiekosten bankbiljetten".
Banktoezicht	De jaarlijkse kosten van de ECB in verband met haar toezichtstaken worden verhaald via de jaarlijks bij de onder toezicht staande entiteiten in rekening gebrachte toezichtsvergoedingen. De vergoedingen voor toezicht worden in de winst-en-verliesrekening opgenomen onder de post "Nettobaten uit vergoedingen en provisies".

<sup>11</sup> De ECB koopt geen activa aan in het kader van het programma voor de aankoop van door de bedrijfssector uitgegeven schuldbewijzen.

<sup>12</sup> Gerapporteerd op nettobasis onder ofwel "Overige rentebaten" ofwel "Overige rentelasten", afhankelijk van het feit of het nettobedrag positief of negatief is.

<sup>13</sup> Voornamelijk opgenomen onder "Goud en goudvorderingen", "Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta", "Vorderingen op ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta" en "Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta".

<sup>14</sup> De baten uit de externe reserves van de ECB worden opgenomen onder de post "Rentebaten uit externe reserves", terwijl de rentebaten en -lasten uit de eigen middelen worden opgenomen onder "Overige rentebaten" en "Overige rentelasten".

<sup>15</sup> Opgenomen onder respectievelijk de posten "Afwaarderingen van financiële activa en posities" en "Gerealiseerde winsten/verliezen uit financiële transacties".

## 6 Financieel resultaat over 2016

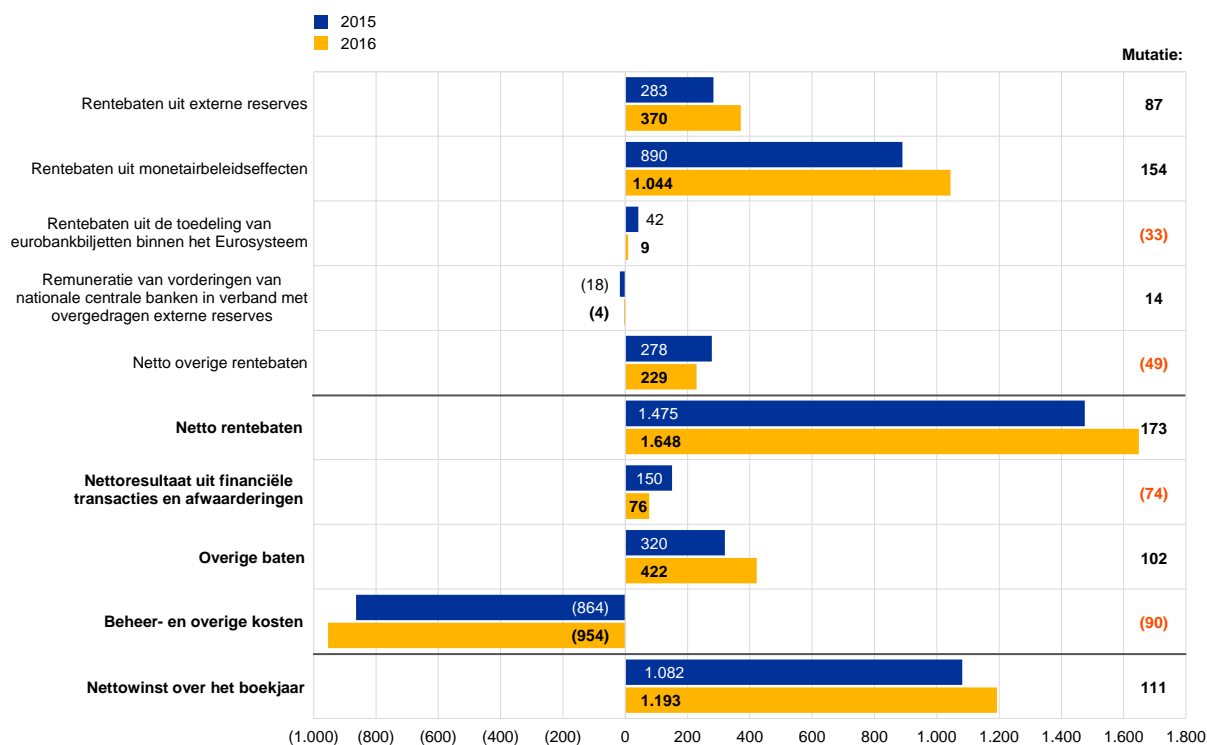
Over 2016 bedroeg de nettowinst van de ECB € 1.193 miljoen (2015: € 1.082 miljoen).

Grafiek 2 toont een uitsplitsing van de winst-en-verliesrekening van de ECB over 2016 samen met een vergelijking met 2015.

### Grafiek 2

#### Uitsplitsing van de winst-en-verliesrekening van de ECB in 2016 en 2015

(EUR miljoen)



Bron: ECB.

### Hoofdpunten

- De rentebaten uit de externe reserves stegen met € 87 miljoen voornamelijk ten gevolge van de hogere rentebaten uit de in Amerikaanse dollar luidende effecten.
- De rentebaten uit de voor monetairbeleidsdoeleinden aangekochte effecten stegen van € 890 miljoen in 2015 naar € 1.044 miljoen in 2016. De daling van de baten als gevolg van het vervallen van de in het kader van het SMP en het eerste en tweede CBPP aangekochte effecten werd meer dan gecompenseerd

door de baten uit het programma voor de aankoop van activa ('asset purchase programme' of APP).<sup>16</sup>

- De rentebaten uit het aandeel van de ECB in de totale waarde van de eurobankbiljetten in omloop en de rentelasten die zijn verschuldigd aan de nationale centrale banken in verband met de door hen overgedragen externe reserves daalden met respectievelijk €33 miljoen en €14 miljoen ten gevolge van de lagere gemiddelde rente bij de basisherfinancieringstransacties in 2016.
- De netto overige rentebaten daalden, voornamelijk vanwege de lagere rentebaten uit de eigenmiddelenportefeuille ten gevolge van het klimaat van lage rendementen in het eurogebied.
- Het nettoresultaat uit financiële transacties en afwaarderingen op financiële activa daalde met €74 miljoen, voornamelijk ten gevolge van de hogere afwaarderingen per jaareinde. Deze hielden verband met de algehele daling van de marktprijzen van de in de Amerikaansedollarportefeuille aangehouden effecten.
- De totale beheerkosten van de ECB, met inbegrip van de afschrijvingen, bedroegen €954 miljoen, vergeleken met €864 miljoen in 2015. Deze stijging was het gevolg van de hogere kosten die werden gemaakt in verband met het Gemeenschappelijk Toezichtsmechanisme ('Single Supervisory Mechanism' of SSM). De totale met het SSM verband houdende kosten worden verhaald via bij de onder toezicht staande entiteiten in rekening gebrachte toezichtsvergoedingen. Hierdoor stegen de overige baten naar €422 miljoen (2015: €320 miljoen).

## 7 Langetermijnontwikkelingen in de jaarrekening van de ECB

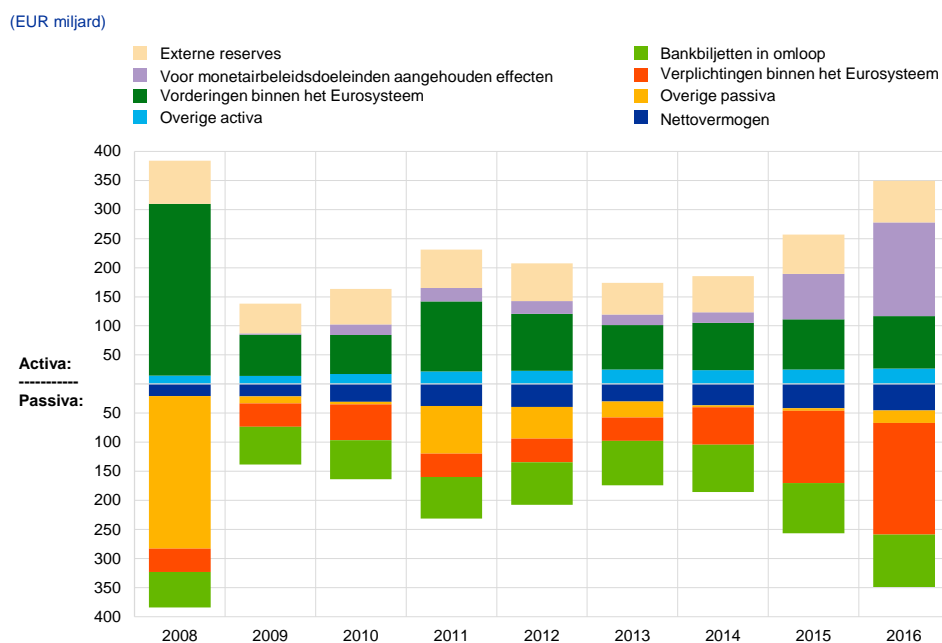
De grafieken 3 en 4 laten zien hoe de balans en de winst-en-verliesrekening van de ECB, en de posten daarvan, zich in de periode 2008-2016 hebben ontwikkeld.

---

<sup>16</sup> Het APP bestaat uit het CBPP3, ABSPP, PSPP en het programma voor de aankoop van door de bedrijvensector uitgegeven schuldbewijzen (CSPP). De ECB doet geen aankopen van effecten in het kader van het CSPP. Nadere gegevens over het APP zijn beschikbaar [op de website van de ECB](#).

### Grafiek 3

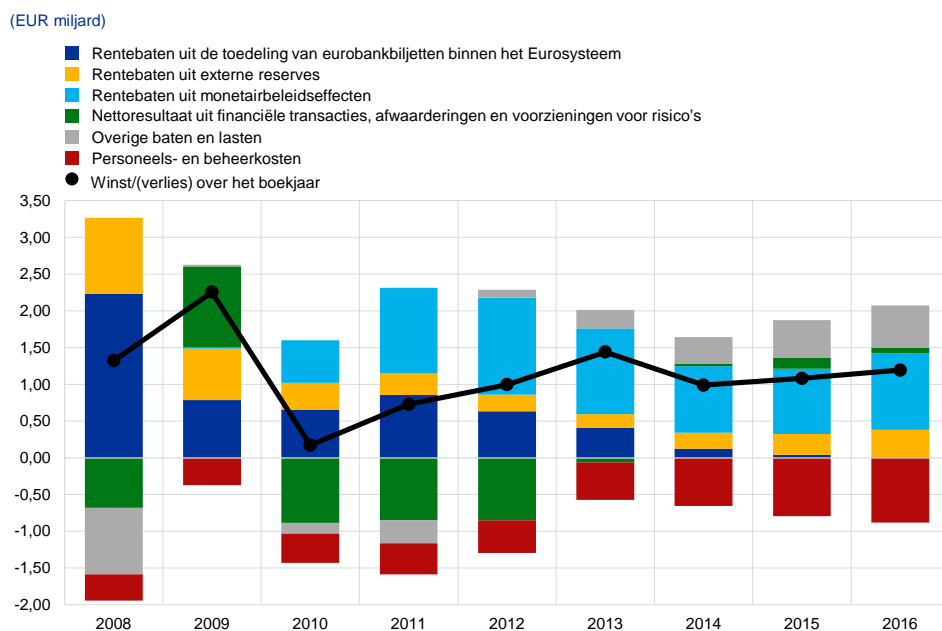
#### Ontwikkeling van de balans van de ECB in de periode 2008-2016<sup>17</sup>



Bron: ECB.

### Grafiek 4

#### Ontwikkeling van de winst-en-verliesrekening van de ECB in de periode 2008-2016



Bron: ECB.

De verkorting van de balans van de ECB in de periode 2008-2014 was voornamelijk het gevolg van de verbetering van de financieringscondities in Amerikaanse dollar

<sup>17</sup> De grafiek toont de jaarultimostanden.

voor tegenpartijen van het Eurosysteem en de daaruit voortvloeiende geleidelijke afname van door het Eurosysteem aangeboden, in Amerikaanse dollar luidende liquiditeitsverschaffende transacties. Dit leidde tot een afname van de vorderingen van de ECB binnen het Eurosysteem en haar overige verplichtingen. In het vierde kwartaal van 2014 begon de balans van de ECB te groeien door de aankoop van gedekte obligaties en effecten op onderpand van activa op grond van het derde programma voor de aankoop van gedekte obligaties (CBPP3) en het ABSPP. Deze balansgroei heeft zich in 2015 en 2016 voortgezet ten gevolge van de aankoop van effecten uitgegeven door centrale, regionale en lokale overheden in het eurogebied en erkende agencies in verband met het PSPP. De op grond van al deze programma's aangekochte effecten werden via TARGET2-rekeningen afgewikkeld en resulteerden daarom in een overeenkomstige stijging van de verplichtingen binnen het Eurosysteem.

De nettowinst van de ECB werd in dezelfde periode beïnvloed door onderstaande factoren.

- De rente op de basisherfinancieringstransacties daalde, en daardoor liepen de seigniorage-inkomsten van de ECB sterk terug. In 2016 bedroeg de gemiddelde rente 0,01%, vergeleken met 4% in 2008. Daardoor daalden de rentebaten uit de bankbiljetten in omloop van €2,2 miljard in 2008 naar €0,01 miljard in 2016.
- Met name in de periode 2010-2012 werd de algemene risicovoorziening voor wisselkoers-, rente-, krediet- en goudprijrisico's opgebouwd. In deze periode werd bij elkaar een bedrag van €3,5 miljard aan de risicovoorziening toegevoegd, hetgeen in dezelfde mate ten laste kwam van de gerapporteerde winst.
- De rentebaten uit de externe reserves daalden geleidelijk van €1,0 miljard in 2008 naar €0,2 miljard in 2013, voornamelijk ten gevolge van het teruglopen van de Amerikaansedollarrendementen en de daaruit voortvloeiende daling van de rentebaten uit de Amerikaansedollarportefeuille. Deze ontwikkeling is echter in de afgelopen drie jaar omgeslagen, en in 2016 bedroegen deze baten €0,4 miljard.
- De aangehouden effecten die zijn aangekocht in het kader van de voor monetairbeleidsdoeleinden uitgevoerde aankoopprogramma's, hebben sinds 2010 gemiddeld 57% van de totale nettorentebaten van de ECB gegenereerd.
- De oprichting van het SSM in 2014 heeft bijgedragen aan een aanzienlijke toename van het aantal medewerkers en de beheerkosten. De met het SSM verband houdende kosten worden echter jaarlijks via toezichtsvergoedingen bij de onder toezicht staande entiteiten in rekening gebracht.

# Jaarrekening van de ECB

## Balans per 31 december 2016

ACTIVA	Toelichting	2016 €	2015 €
Goud en goudvorderingen	1	17.820.761.460	15.794.976.324
<b>Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta</b>	2		
Vorderingen op het IMF	2.1	716.225.836	714.825.534
Tegoeden bij banken en beleggingen in effecten, externe leningen en overige externe activa	2.2	50.420.927.403	49.030.207.257
		<b>51.137.153.239</b>	<b>49.745.032.791</b>
<b>Vorderingen op ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta</b>	2.2	<b>2.472.936.063</b>	<b>1.862.714.832</b>
<b>Overige vorderingen op kredietinstellingen in het eurogebied, luidende in euro</b>	3	<b>98.603.066</b>	<b>52.711.983</b>
<b>Effecten uitgegeven door ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro</b>	4		
Voor monetairbeleidsdoeleinden aangehouden effecten	4.1	160.815.274.667	77.808.651.858
<b>Vorderingen binnen het Eurosysteem</b>	5		
Vorderingen uit hoofde van de toedeling van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem	5.1	90.097.085.330	86.674.472.505
<b>Overige activa</b>	6		
Materiële en immateriële vaste activa	6.1	1.239.325.587	1.263.646.830
Overige financiële activa	6.2	20.618.929.223	20.423.917.583
Herwaarderingsverschillen op instrumenten buiten de balans	6.3	839.030.321	518.960.866
Overlopende activa	6.4	2.045.522.937	1.320.068.350
Diversen	6.5	1.799.777.235	1.180.224.603
		<b>26.542.585.303</b>	<b>24.706.818.232</b>
<b>Totaal activa</b>		<b>348.984.399.128</b>	<b>256.645.378.525</b>

PASSIVA	Toelichting	2016 €	2015 €
Bankbiljetten in omloop	7	90.097.085.330	86.674.472.505
Overige verplichtingen aan kredietinstellingen in het eurogebied, luidende in euro	8	1.851.610.500	0
Verplichtingen aan overige ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro	9		
Overige verplichtingen	9.1	1.060.000.000	1.026.000.000
Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro	10	16.730.644.177	2.330.804.192
Verplichtingen binnen het Eurosysteem	11		
Verplichtingen uit hoofde van de overdracht van externe reserves	11.1	40.792.608.418	40.792.608.418
Overige verplichtingen binnen het Eurosysteem (netto)	11.2	151.201.250.612	83.083.520.309
		<b>191.993.859.030</b>	<b>123.876.128.727</b>
Overige passiva	12		
Herwaarderingsverschillen op instrumenten buiten de balans	12.1	660.781.618	392.788.148
Overlopende passiva	12.2	69.045.958	95.543.989
Diversen	12.3	1.255.559.836	891.555.907
		<b>1.985.387.412</b>	<b>1.379.888.044</b>
Voorzieningen	13	7.706.359.686	7.703.394.185
Herwaarderingsrekeningen	14	28.626.267.808	24.832.823.174
Kapitaal en reserves	15		
Kapitaal	15.1	7.740.076.935	7.740.076.935
Winst over het boekjaar		1.193.108.250	1.081.790.763
<b>Totaal passiva</b>		<b>348.984.399.128</b>	<b>256.645.378.525</b>



## Winst-en-verliesrekening over 2016

	Toelichting	2016 €	2015 €
Rentebaten uit externe reserves	22.1	370.441.770	283.205.941
Rentebaten uit de toedeling van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem	22.2	8.920.896	41.991.105
Overige rentebaten	22.4	1.604.648.023	1.732.919.191
<b>Rentebaten</b>		<b>1.984.010.689</b>	<b>2.058.116.237</b>
Remuneratie van vorderingen van nationale centrale banken in verband met overgedragen externe reserves	22.3	(3.611.845)	(17.576.514)
Overige rentelasten	22.4	(332.020.205)	(565.387.082)
<b>Rentelasten</b>		<b>(335.632.050)</b>	<b>(582.963.596)</b>
<b>Nettorentebaten</b>	<b>22</b>	<b>1.648.378.639</b>	<b>1.475.152.641</b>
Gerealiseerde winsten/verliezen uit financiële transacties	23	224.541.742	214.433.730
Afwaarderingen van financiële activa en posities	24	(148.172.010)	(64.053.217)
Toevoeging/onttrekking aan voorzieningen voor wisselkoers-, rente-, krediet- en goudprijsrisico's		0	0
<b>Nettoresultaat uit financiële transacties, afwaarderingen en voorzieningen voor risico's</b>		<b>76.369.732</b>	<b>150.380.513</b>
<b>Nettobaten uit vergoedingen en provisies</b>	<b>25</b>	<b>371.322.769</b>	<b>268.332.261</b>
<b>Baten uit aandelen en deelnemingen</b>	<b>26</b>	<b>869.976</b>	<b>908.109</b>
<b>Overige baten</b>	<b>27</b>	<b>50.000.263</b>	<b>51.023.378</b>
<b>Totaal nettobaten</b>		<b>2.146.941.379</b>	<b>1.945.796.902</b>
Personeelskosten	28	(466.540.231)	(440.844.142)
Beheerkosten	29	(414.207.622)	(351.014.617)
Afschrijving van materiële en immateriële vaste activa		(64.769.605)	(64.017.361)
Productiekosten bankbiljetten	30	(8.315.671)	(8.130.019)
<b>Winst over het boekjaar</b>		<b>1.193.108.250</b>	<b>1.081.790.763</b>

Frankfurt am Main, 7 februari 2017

Europese Centrale Bank

Mario Draghi  
President

# Grondslagen voor de financiële verslaggeving<sup>18</sup>

## Vorm en presentatie van de jaarrekening

De jaarrekening van de ECB is opgesteld in overeenstemming met de onderstaande grondslagen voor de financiële verslaggeving.<sup>19</sup> Deze resulteren naar het oordeel van de Raad van Bestuur van de ECB in een getrouwe weergave van de jaarrekening en brengen tegelijkertijd de aard van centralebankactiviteiten tot uitdrukking.

## Algemene uitgangspunten voor de financiële verslaggeving

In het kader van de financiële verslaggeving zijn toegepast de beginselen van economische realiteit en transparantie, voorzichtigheid, de verwerking van gebeurtenissen na de balansdatum, materialiteit, continuïteit, periodoerekening, consistentie en vergelijkbaarheid.

## Opname van activa en passiva

Een actief of een verplichting wordt alleen in de balans opgenomen wanneer het waarschijnlijk is dat enig met dit actief of deze verplichting verband houdend toekomstig economisch voordeel naar of van de ECB zal vloeien, nagenoeg alle met dit actief of deze verplichting verband houdende risico's en voordelen aan de ECB zijn overgedragen, en de kostprijs of waarde van het actief of het bedrag van de verplichting op betrouwbare wijze kan worden bepaald.

## Waardering

De jaarrekening is opgesteld op basis van de historische kostprijs, met aanpassingen voor de marktwaardering van verhandelbare effecten (anders dan die welke worden aangehouden voor monetairbeleidsdoeleinden), goud en alle andere zowel in de balans opgenomen als niet in de balans opgenomen activa en passiva luidende in vreemde valuta.

---

<sup>18</sup> De gedetailleerde grondslagen voor de financiële verslaggeving van de ECB zijn neergelegd in Besluit ECB/2016/2247, van de ECB van 3 november 2016 betreffende de jaarrekening van de ECB (ECB/2016/35), PB L 347 van 20.12.2016, blz. 1.

<sup>19</sup> Deze grondslagen, die periodiek worden beoordeeld en waar nodig geactualiseerd, volgen de bepalingen van Artikel 26.4 van de Statuten van het ESCB, die geharmoniseerde regels voor de financieel-administratieve verwerking en verslaggeving van de werkzaamheden van het Eurosysteem vereisen.

Transacties in financiële activa en verplichtingen worden in de jaarrekening verwerkt op basis van de afwikkelingsdatum.

Met uitzondering van contante transacties in effecten, worden transacties in financiële instrumenten luidende in vreemde valuta op de transactiedatum opgenomen onder de niet in de balans opgenomen posten. Op de afwikkelingsdatum worden de niet in de balans opgenomen posten teruggenomen en worden de transacties in de balans opgenomen. Aankopen en verkopen van vreemde valuta's zijn van invloed op de netto vreemde-valutapositie op de transactiedatum, en de gerealiseerde verkoopresultaten worden eveneens op de transactiedatum berekend. Opgebouwde rente, agio's en disagio's in verband met financiële instrumenten luidende in vreemde valuta worden dagelijks berekend en verwerkt, en de vreemde-valutapositie wordt eveneens dagelijks beïnvloed door deze overlopende posten.

## Goud en in vreemde valuta luidende activa en passiva

In vreemde valuta luidende activa en passiva worden in euro omgerekend tegen de valutakoers op de balansdatum. Baten en lasten worden omgerekend tegen de valutakoers op de boekingsdatum. De herwaardering van in vreemde valuta luidende activa en passiva, met inbegrip van zowel in de balans opgenomen als niet in de balans opgenomen instrumenten, vindt plaats per valuta.

Herwaardering op de marktprijs van in vreemde valuta luidende activa en passiva geschiedt gescheiden van de valutakoersherwaardering.

Goud wordt gewaardeerd tegen de geldende marktprijs op de balansdatum. Voor goud wordt geen onderscheid gemaakt tussen de prijs- en valutaherwaarderingsverschillen. In plaats daarvan wordt voor goud één (her)waardering bepaald op basis van de prijs in euro per fine ounce, die voor 2016 is gebaseerd op de wisselkoers van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar op 30 december 2016.

Het bijzondere trekkingsrecht ('Special Drawing Right' – SDR) wordt gedefinieerd als een mandje valuta's. Om de door de ECB aangehouden SDR's te herwaarderen is hun waarde berekend als de gewogen som van de wisselkoersen van vijf belangrijke valuta's (Amerikaanse dollar, euro, Japanse yen, Brits pond en Chinese renminbi) omgerekend in euro per 30 december 2016.

## Effecten

### *Voor monetairbeleidsdoeleinden aangehouden effecten*

Voor monetairbeleidsdoeleinden aangehouden effecten worden gewaardeerd tegen geamortiseerde kostprijs onder aftrek van bijzondere waardeverminderingen.

## Overige effecten

Verhandelbare effecten (andere dan die welke voor monetairbeleidsdoeleinden worden aangehouden) en vergelijkbare activa worden per effect gewaardeerd tegen de middenkoersen of op basis van de relevante rendementscurve per de balansdatum. In effecten besloten opties worden niet apart gewaardeerd. Voor het jaar 2016 zijn de middenkoersen op 30 december 2016 gebruikt. Illiquide aandelen en andere eigenvermogensinstrumenten die als permanente belegging worden aangehouden, worden gewaardeerd tegen kostprijs onder aftrek van bijzondere waardeverminderingen.

## Resultaatbepaling

Baten en lasten worden toegerekend aan de periode waarop zij betrekking hebben.<sup>20</sup> Gerealiseerde winsten en verliezen uit de verkoop van vreemde valuta's, goud en effecten worden in de winst-en-verliesrekening opgenomen. Dergelijke gerealiseerde winsten en verliezen worden berekend aan de hand van de gemiddelde kostprijs van het desbetreffende actief.

Ongerealiseerde winsten worden niet als baten verantwoord, maar worden rechtstreeks in een herwaarderingsrekening opgenomen.

Ongerealiseerde verliezen worden in de winst-en-verliesrekening verwerkt indien en voor zover zij op het jaareinde eerdere herwaarderingswinsten, zoals opgenomen op de desbetreffende herwaarderingsrekening, te boven gaan. Dergelijke ongerealiseerde verliezen op een effect, valuta of op aangehouden goud worden niet gesaldeerd met ongerealiseerde winsten op andere effecten, valuta's of goud. Als er sprake is van een dergelijk ongerealiseerd verlies dat ten laste van de winst-en-verliesrekening wordt gebracht, dan wordt de gemiddelde kostprijs van de desbetreffende post verminderd tot de valutakoers of de marktprijs per het jaareinde. Ongerealiseerde verliezen op renteswaps die aan het einde van het jaar in de winst-en-verliesrekening worden opgenomen, worden in daaropvolgende jaren via amortisatie teruggenomen.

Bijzondere-waardeverminderingsverliezen worden in de winst-en-verliesrekening opgenomen en in daaropvolgende jaren niet teruggenomen, tenzij de bijzondere waardevermindering afneemt en de afname in verband kan worden gebracht met een waarneembare gebeurtenis die heeft plaatsgevonden nadat de bijzondere waardevermindering voor het eerst werd opgenomen.

Agio's of disagio's op effecten worden over de resterende contractuele looptijd van de effecten geamortiseerd.

---

<sup>20</sup> Voor overlopende posten en voorzieningen betreffende beheerkosten geldt een minimumdrempel van € 100.000.

## Transacties met wederinkoop

Transacties met wederinkoop zijn transacties waarbij de ECB krachtens een repo-overeenkomst activa aankoopt of verkoopt of krediettransacties verricht tegen onderpand.

Bij een repotransactie worden effecten tegen geldmiddelen verkocht en wordt tegelijkertijd overeengekomen deze effecten op een vastgestelde toekomstige datum tegen een overeengekomen prijs van de tegenpartij terug te kopen. Repotransacties worden aan de passivazijde van de balans opgenomen als deposito's tegen onderpand. Effecten die op grond van zo'n transactie worden verkocht, blijven op de balans van de ECB.

Bij een omgekeerde repotransactie ('reverse repo') worden effecten gekocht in ruil voor geldmiddelen, waarbij tegelijkertijd wordt overeengekomen deze op een vastgestelde toekomstige datum tegen een overeengekomen prijs aan de tegenpartij terug te verkopen. Omgekeerde repotransacties worden als leningen tegen onderpand aan de activazijde van de balans opgenomen, maar ze worden niet tot de door de ECB aangehouden effecten gerekend.

Transacties met wederinkoop (waaronder effectenuitleningstransacties) die krachtens een door een gespecialiseerde instelling aangeboden programma worden uitgevoerd, worden alleen op de balans opgenomen indien er onderpand in de vorm van geldmiddelen is verstrekt en deze geldmiddelen onbelegd blijven.

## Niet in de balans opgenomen instrumenten

Valuta-instrumenten, te weten valutatermijntransacties, de termijncomponent van valutaswaps en andere valuta-instrumenten die een inwisseling van een bepaalde valuta tegen een andere valuta op een toekomstige datum inhouden, worden voor het berekenen van valutakoerswinsten en -verliezen opgenomen in de netto vreemde-valutapositie.

Rente-instrumenten worden per instrument geherwaardeerd. De dagelijkse wijzigingen in de variatiemarge van uitstaande rentefuturescontracten, evenals renteswaps die door een centrale tegenpartij worden gecleard, worden in de winst-en-verliesrekening verantwoord. De waardering van termijntransacties in effecten en van renteswaps die niet via een centrale tegenpartij worden gecleard, wordt door de ECB uitgevoerd op basis van algemeen aanvaarde waarderingmethoden. Hierbij wordt gebruikgemaakt van waarneembare marktprijzen en -tarieven, evenals disconteringsfactoren voor de periode tussen de afwikkelingsdatum en de waarderingdatum.

## Gebeurtenissen na balansdatum

De waarde van activa en passiva wordt aangepast voor gebeurtenissen die zich voordoen tussen de balansdatum en de datum waarop de Directie toestemming geeft om de Jaarrekening van de ECB ter goedkeuring aan de Raad van Bestuur voor te leggen, indien dergelijke gebeurtenissen van materiële invloed zijn op de waarde van de activa en passiva per de balansdatum.

Belangrijke gebeurtenissen na de balansdatum die niet van invloed zijn op de waarde van de activa en passiva per de balansdatum worden in de toelichting vermeld.

## Posities binnen het ESCB/posities binnen het Eurosysteem

Posities binnen het ESCB zijn hoofdzakelijk het resultaat van grensoverschrijdende betalingen binnen de EU die worden afgewikkeld in centralebankgeld in euro. Het grootste deel van deze transacties vindt plaats op initiatief van de particuliere sector (kredietinstellingen, bedrijven en natuurlijke personen). Ze worden afgewikkeld via TARGET2 – het ‘Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer’-systeem – en leiden tot bilaterale saldi op de TARGET2-rekeningen van centrale banken in de EU. Deze bilaterale saldi worden dagelijks gesaldeerd en aan de ECB toegewezen, waardoor elke nationale centrale bank één bilaterale nettopositie ten opzichte van de ECB onderhoudt. Deze positie in de boeken van de ECB vertegenwoordigt de nettovordering of -verplichting van elke nationale centrale bank ten opzichte van de rest van het ESCB. Saldi binnen het Eurosysteem van de nationale centrale banken van het eurogebied ten opzichte van de ECB uit hoofde van TARGET2, alsook overige in euro luidende saldi binnen het Eurosysteem (bijvoorbeeld tussentijdse winstuitkeringen aan de nationale centrale banken), worden op de balans van de ECB als één nettoactief of nettoverplichting opgenomen onder “Overige vorderingen binnen het Eurosysteem (netto)” of “Overige verplichtingen binnen het Eurosysteem (netto)”. Saldi binnen het ESCB van nationale centrale banken buiten het eurogebied ten opzichte van de ECB, uit hoofde van hun deelname aan TARGET2,<sup>21</sup> worden verantwoord onder “Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro”.

Posities binnen het Eurosysteem uit hoofde van de toedeling van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem worden als één enkel actief opgenomen onder “Vorderingen uit hoofde van de toedeling van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem” (zie onder “Bankbiljetten in omloop” in de “Grondslagen voor de financiële verslaggeving”).

---

<sup>21</sup> Per 31 december 2016 namen de volgende nationale centrale banken buiten het eurogebied deel aan TARGET2: Българска народна банка (Nationale Bank van Bulgarije), Danmarks Nationalbank, Hrvatska narodna banka, Narodowy Bank Polski en Banca Națională a României.

Posities binnen het Eurosysteem uit hoofde van de overdracht van externe reserves aan de ECB door nationale centrale banken die tot het eurogebied toetreden, luiden in euro en worden gerapporteerd onder “Verplichtingen uit hoofde van de overdracht van externe reserves”.

## Vaste activa

Vaste activa, met inbegrip van immateriële activa maar met uitzondering van grond en kunstwerken, worden gewaardeerd tegen kostprijs verminderd met afschrijvingen. Grond en kunstwerken worden gewaardeerd tegen kostprijs. Voor de afschrijving van het hoofdgebouw van de ECB worden de kosten toegerekend aan de desbetreffende activabestanddelen die worden afgeschreven overeenkomstig hun verwachte gebruiksduur. Afschrijving vindt plaats volgens de lineaire methode over de verwachte gebruiksduur van de activa, vanaf het kwartaal nadat het desbetreffende actief beschikbaar is voor gebruik. De gebruiksduur van de belangrijkste activacategorieën luidt als volgt:

Gebouwen	20, 25 of 50 jaar
Installaties	10 of 15 jaar
Technische inventaris	4, 10 of 15 jaar
Computers, aanverwante hardware en software, en motorvoertuigen	4 jaar
Meubilair	10 jaar

De afschrijvingsduur voor geactiveerde herinrichtingskosten met betrekking tot de bestaande gehuurde kantoorgebouwen van de ECB is aangepast om rekening te houden met gebeurtenissen die van invloed zijn op de verwachte gebruiksduur van het desbetreffende actief.

Vaste activa met een kostprijs van minder dan € 10.000 worden in het jaar van aanschaf geheel afgeschreven.

Vaste activa die aan de activeringscriteria voldoen maar nog in aanbouw of ontwikkeling zijn, worden verantwoord onder de post “Activa in aanbouw”. De daarmee verband houdende kosten worden naar de desbetreffende vasteactivaposten overgeboekt wanneer de activa beschikbaar zijn voor gebruik.

## Pensioenregelingen van de ECB, overige uitkeringen na uitdiensttreding en overige langetermijnbeloningen

De ECB heeft toegezegdpensioenregelingen ('defined benefit plans') voor haar medewerkers en de leden van de Directie, evenals voor de bij de ECB werkzame leden van de Raad van Toezicht.

De pensioenregeling voor de medewerkers wordt gefinancierd door middel van activa die in een fonds voor langetermijnpersoneelsbeloningen worden aangehouden. De verplichte bijdragen van de ECB en de medewerkers bedragen

respectievelijk 20,7% en 7,4% van het basissalaris en komen tot uiting in de toegezegdpensioenpijler van de regeling. Medewerkers kunnen vrijwillig aanvullende premies in een toegezegdebijdragenpijler storten waaruit aanvullende uitkeringen kunnen worden gedaan.<sup>22</sup> De hoogte van deze aanvullende uitkeringen is afhankelijk van het bedrag aan vrijwillige bijdragen en het beleggingsrendement op deze bijdragen.

Er zijn niet-kapitaalgedekte regelingen voor de uitkeringen na uitdiensttreding en andere langetermijnbeloningen van de leden van de Directie en de bij de ECB werkzame leden van de Raad van Toezicht. Voor de medewerkers bestaan er ook niet-kapitaalgedekte regelingen voor andere uitkeringen na uitdiensttreding dan pensioenen en voor andere langetermijnpersoneelsbeloningen.

## Netto toegezegdpensioenverplichting

De verplichting met betrekking tot de toegezegdpensioenregelingen die in de balans onder "Overige passiva" wordt opgenomen, komt overeen met de contante waarde van de bruto toegezegdpensioenverplichting verminderd met de reële waarde van de fondsbeleggingen die dienen ter dekking van de verplichting.

De bruto toegezegdpensioenverplichting wordt jaarlijks door onafhankelijke actuarissen berekend volgens de 'projected unit credit method'. De contante waarde van de bruto toegezegdpensioenverplichting wordt berekend door de geschatte toekomstige kasstromen contant te maken tegen een disconteringsvoet die wordt bepaald aan de hand van het markrendement op de balansdatum op in euro luidende bedrijfsobligaties van hoge kwaliteit die een soortgelijke looptijd hebben als de termijn van de pensioenverplichting.

Actuariële winsten of verliezen kunnen voortvloeien uit ervaringsaanpassingen (waarbij de werkelijke uitkomsten verschillen van de eerder gehanteerde actuariële veronderstellingen) en veranderingen in de actuariële veronderstellingen.

## Netto toegezegdpensioenkosten

De netto toegezegdpensioenkosten bestaan uit componenten die in de winst-en-verliesrekening worden opgenomen en herberekeningen ten aanzien van uitkeringen na uitdiensttreding die in de balans onder "Herwaarderingsrekeningen" worden opgenomen.

Het nettobedrag ten laste van de winst-en-verliesrekening bestaat uit:

- (a) de aan het dienstjaar toegerekende pensioenkosten;

---

<sup>22</sup> De door de vrijwillige bijdragen gevormde middelen van een deelnemer kunnen bij pensionering worden gebruikt voor een aanvullend pensioen. Dit pensioen wordt vanaf dat moment opgenomen in de bruto toegezegdpensioenverplichting.



- (b) de nettorente gebaseerd op het product van de disconteringsvoet en de netto toegezegdpensioenverplichting;
- (c) herberekeningen ten aanzien van overige langetermijnbeloningen (in hun geheel).

Het nettobedrag dat onder “Herwaarderingsrekeningen” opgenomen wordt, omvat de volgende posten:

- (a) actuariële winsten en verliezen op de bruto toegezegdpensioenverplichting;
- (b) het werkelijke rendement op de fondsbeleggingen, exclusief bedragen die zijn opgenomen in de nettorente op de netto toegezegdpensioenverplichting; en
- (c) enige verandering in het effect van het activaplafond, exclusief bedragen die zijn opgenomen in de nettorente op de netto toegezegdpensioenverplichting.

Deze bedragen worden jaarlijks door onafhankelijke actuarissen berekend om de juiste verplichting in de jaarrekening vast te stellen.

## Bankbiljetten in omloop

De ECB en de nationale centrale banken van het eurogebied, die samen het Eurosysteem vormen, geven eurobankbiljetten uit.<sup>23</sup> De totale waarde van de eurobankbiljetten in omloop wordt toegedeeld aan de centrale banken van het Eurosysteem op de laatste werkdag van elke maand overeenkomstig de verdeelsleutel voor de toedeling van bankbiljetten.<sup>24</sup>

De ECB heeft een deel ter grootte van 8% in de totale waarde van de eurobankbiljetten in omloop toegedeeld gekregen, hetgeen op de balans wordt verantwoord onder de verplichting “Bankbiljetten in omloop”. Het aandeel van de ECB in de totale waarde van de uitgegeven eurobankbiljetten wordt geschraagd door vorderingen op de nationale centrale banken. Deze vorderingen, die rentedragend zijn,<sup>25</sup> worden gepresenteerd onder “Vorderingen binnen het Eurosysteem”, in de subpost “Vorderingen uit hoofde van de toedeling van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem” (zie onder “Posities binnen het ESCB/posities binnen het Eurosysteem” in de “Grondslagen voor de financiële

<sup>23</sup> Besluit ECB/2010/29 van de Europese Centrale Bank van 13 december 2010 betreffende de uitgifte van eurobankbiljetten (herschikking), PB L 35 van 9.2.2011, blz. 26, zoals gewijzigd.

<sup>24</sup> De term “verdeelsleutel voor de toedeling van bankbiljetten” heeft betrekking op de percentages die voortvloeien uit het meerekenen van het aandeel van de ECB in de totale waarde van de uitgegeven eurobankbiljetten en het toepassen van de verdeelsleutel voor het geplaatste kapitaal op het aandeel van de nationale centrale banken in die totale waarde.

<sup>25</sup> Besluit (EU) 2016/2248 van de ECB van 3 november 2016 inzake de toedeling van monetaire inkomsten van de nationale centrale banken van de lidstaten die de euro als munt hebben (ECB/2016/36, PB L 347, 20.12.2016, blz. 26).

verslaggeving”). Rentebaten uit deze vorderingen worden in de winst-en-verliesrekening opgenomen onder de post “Rentebaten uit de toedeling van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem”.

## Tussentijdse verdeling van de winst

Een bedrag dat gelijk is aan de som van de baten van de ECB uit de eurobankbiljetten in omloop en de baten uit de voor monetairbeleidsdoeleinden aangehouden effecten die zijn aangekocht op grond van (a) het programma voor de effectenmarkten, (b) het derde programma voor de aankoop van gedekte obligaties, (c) het programma voor de aankoop van effecten op onderpand van activa, en (d) het aankoopprogramma voor door de publieke sector uitgegeven schuldbewijzen, wordt in de maand januari van het volgende jaar verdeeld door middel van een tussentijdse winstuitkering, tenzij de Raad van Bestuur hierover anders besluit.<sup>26</sup> Het wordt volledig uitgekeerd, tenzij het de nettojaarwinst van de ECB overtreft, en behoudens een beslissing van de Raad van Bestuur om toevoegingen te doen aan de voorziening voor wisselkoers-, rente-, krediet- en goudprijsrisico's. De Raad van Bestuur kan tevens besluiten het bedrag van de tussentijds te verdelen winst te verlagen met de door de ECB gemaakte kosten in verband met de uitgifte en verwerking van eurobankbiljetten.

## Herclassificaties

Rentebaten (bv. couponrente) en rentelasten (bv. amortisatie van agio) die voortvloeien uit voor monetairbeleidsdoeleinden aangehouden effecten werden voorheen op brutobasis gepresenteerd onder respectievelijk “Overige rentebaten” en “Overige rentelasten”. Met het oog op de harmonisatie van de wijze waarop op het niveau van het Eurosysteem over rentebaten- en lasten uit monetairbeleidstransacties gerapporteerd wordt, heeft de ECB besloten om vanaf 2016 deze posten op nettobasis te presenteren onder hetzij “Overige rentebaten” (bij een positief nettobedrag) of “Overige rentelasten” (bij een negatief nettobedrag). De vergelijkende cijfers (over 2015) zijn als volgt aangepast:

	Gepubliceerd in 2015 €	Aanpassing als gevolg van herclassificatie €	Aangepast bedrag €
Overige rentebaten	2.168.804.955	(435.885.764)	1.732.919.191
Overige rentelasten	(1.001.272.846)	435.885.764	(565.387.082)

Deze herclassificatie had geen invloed op de gerapporteerde nettowinst over 2015.

<sup>26</sup> Besluit (EU) 2015/298 van de ECB van 15 december 2014 inzake de tussentijdse verdeling van de inkomsten van de ECB (herschikking) (ECB/2014/57), PB L 53 van 25.2.2015, blz. 24, zoals gewijzigd.

## Diversen

In het licht van de rol van de ECB als centrale bank zou de publicatie van een kasstroomoverzicht de lezer van de jaarrekening geen aanvullende relevante informatie verschaffen.

In overeenstemming met Artikel 27 van de Statuten van het ESCB en op aanbeveling van de Raad van Bestuur, heeft de Raad van de Europese Unie zijn goedkeuring gehecht aan de benoeming van Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Stuttgart (Bondsrepubliek Duitsland) tot externe accountant van de ECB voor een periode van vijf jaar tot en met het einde van het boekjaar 2017.

# Toelichting op de balans

## 1 Goud en goudvorderingen

Op 31 december 2016 bedroeg de goudvoorraad van de ECB 16.229.522 ounces<sup>27</sup> fine gold. In 2016 vonden er geen goudtransacties plaats. Hierdoor bleef de goudvoorraad van de ECB onveranderd ten opzichte van de voorraad op 31 december 2015. De waardestijging in euro van deze goudvoorraad was het gevolg van de stijging van de goudprijs in 2016 (zie onder “Goud en in vreemde valuta luidende activa en passiva” in de “Grondslagen voor de financiële verslaggeving” en toelichting 14, “Herwaarderingsrekeningen”).

## 2 Vorderingen op niet-ingezetenen en ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta

### 2.1 Vorderingen op het IMF

Deze post omvat de op 31 december 2016 door de ECB aangehouden bijzondere trekkingsrechten ('Special Drawing Rights' – SDR's). Deze post is het resultaat van een door de ECB met het Internationaal Monetair Fonds (IMF) gesloten akkoord, waarbij het IMF wordt gemachtigd namens de ECB SDR's te kopen en te verkopen tegen euro, zulks met inachtneming van minimum- en maximumposities. Voor verslaggevingsdoeleinden worden SDR's behandeld als een vreemde valuta (zie onder “Goud en in vreemde valuta luidende activa en passiva” in de “Grondslagen voor de financiële verslaggeving”).

### 2.2 Tegoeden bij banken en beleggingen in effecten, externe leningen en overige externe activa, en vorderingen op ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta

Deze twee posten bestaan uit tegoeden bij banken en in vreemde valuta luidende leningen, en beleggingen in effecten luidende in Amerikaanse dollar en Japanse yen.

Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied	2016 €	2015 €	Mutatie €
Rekeningen-courant	6.844.526.120	4.398.616.340	2.445.909.780
Geldmarktdeposito's	2.005.810.644	1.666.345.182	339.465.462
Omgekeerde repotransacties	503.747.273	831.266.648	(327.519.375)
Beleggingen in effecten	41.066.843.366	42.133.979.087	(1.067.135.721)
<b>Totaal</b>	<b>50.420.927.403</b>	<b>49.030.207.257</b>	<b>1.390.720.146</b>

<sup>27</sup> Dit komt overeen met 504,8 ton.

Vorderingen op ingezetenen van het eurogebied	2016 €	2015 €	Mutatie €
Rekeningen-courant	1.211.369	953.098	258.271
Geldmarktdeposito's	1.964.182.715	1.861.761.734	102.420.981
Omgekeerde repotransacties	507.541.979	0	507.541.979
Beleggingen in effecten	0	0	0
<b>Totaal</b>	<b>2.472.936.063</b>	<b>1.862.714.832</b>	<b>610.221.231</b>

De stijging van deze posten in 2016 was voornamelijk het gevolg van de waarde­stijging van zowel de Amerikaanse dollar als de Japanse yen ten opzichte van de euro.

De door de ECB aangehouden nettoposities in Amerikaanse dollar en Japanse yen<sup>28</sup> waren per 31 december 2016 als volgt:

	2016 Valuta in miljoenen	2015 Valuta in miljoenen
Amerikaanse dollar	46.759	46.382
Japanse yen	1.091.844	1.085.596

### 3 Overige vorderingen op kredietinstellingen in het eurogebied, luidende in euro

Per 31 december 2016 bestond deze post uit rekeningen-courant bij ingezetenen van het eurogebied.

### 4 Effecten uitgegeven door ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro

#### 4.1 Voor monetairbeleidsdoeleinden aangehouden effecten

Per 31 december 2016 bestond deze post uit effecten die door de ECB waren aangekocht in het kader van de drie programma's voor de aankoop van gedekte obligaties, het programma voor de effectenmarkten ('Securities Markets Programme' – SMP), het programma voor de aankoop van effecten op onderpand van activa ('asset-backed securities purchase programme' – ABSPP) en het

<sup>28</sup> Deze nettoposities bestaan uit de activa verminderd met de passiva luidend in de desbetreffende vreemde valuta die onderhevig zijn aan valutaherwaardering. Deze zijn opgenomen onder "Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta", "Vorderingen op ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta", "Overlopende activa", "Herwaarderingsverschillen op instrumenten buiten de balans" (onder de passiva) en "Overlopende passiva". Hierbij wordt tevens rekening gehouden met valutatermijntransacties en valutaswaps onder de niet in de balans opgenomen posten. Positieve resultaten uit hoofde van de prijsherwaardering van in vreemde valuta luidende financiële instrumenten zijn niet inbegrepen.

aankoopprogramma voor door de publieke sector uitgegeven schuldbewijzen ('public sector purchase programme' – PSPP).

De aankopen in het kader van het eerste programma voor de aankoop van gedekte obligaties werden afgerond op 30 juni 2010, terwijl het tweede programma voor de aankoop van gedekte obligaties afliep op 31 oktober 2012. Het SMP werd op 6 september 2012 stopgezet.

In 2016 heeft het Eurosysteem een vierde programma toegevoegd aan zijn programma voor de aankoop van activa ('asset purchase programme' – APP),<sup>29</sup> dat reeds het derde aankoopprogramma voor gedekte obligaties ('third covered bond purchase programme' – CBPP3), het ABSPP en het PSPP omvatte. Het toegevoegde programma betreft het programma voor de aankoop van door de bedrijvensector uitgegeven schuldbewijzen ('corporate sector purchase programme' – CSPP)<sup>30</sup>. De Raad van Bestuur heeft in 2016 besluiten genomen die het tempo van de maandelijkse aankopen en de duur van het APP direct raakten.<sup>31</sup> Deze besluiten waren de volgende: (a) het besluit tot verhoging van de door de nationale centrale banken en de ECB verrichte totale maandelijkse netto APP-aankopen van gemiddeld €60 miljard naar gemiddeld €80 miljard vanaf april 2016; en (b) het besluit tot voortzetting van de netto APP-aankopen na maart 2017 voor een bedrag van €60 miljard per maand tot eind december 2017. Zo nodig worden deze aankopen nog langer voortgezet, in ieder geval tot de Raad van Bestuur een aanhoudende verandering in de inflatieontwikkeling constateert die in lijn is met zijn inflatiedoel.<sup>32</sup> De netto-aankopen zullen plaatsvinden naast de herbelegging van de hoofdsommen van vervallen effecten die op grond van het APP zijn aangekocht.

De in het kader van alle deze programma's aangekochte effecten worden gewaardeerd tegen geamortiseerde kostprijs onder aftrek van bijzondere waardeverminderingen (zie "Effecten" in de "Grondslagen voor de financiële verslaggeving").

De geamortiseerde kostprijs van de door de ECB aangehouden effecten en hun marktwaarde<sup>33</sup> (die niet in de balans of de winst-en-verliesrekening wordt opgenomen, maar die uitsluitend voor vergelijkingsdoeleinden wordt verschaft) luiden als volgt:

---

<sup>29</sup> Nadere gegevens over het APP zijn beschikbaar [op de website van de ECB](#).

<sup>30</sup> Dit programma stelt de nationale centrale banken in staat om hoogwaardige ('investment grade') in euro luidende obligaties die zijn uitgegeven door in het eurogebied gevestigde niet-bancaire ondernemingen aan te kopen. De ECB verricht geen aankopen in het kader van dit programma.

<sup>31</sup> Zie de persberichten van de ECB van [10 maart 2016](#) en van [8 december 2016](#).

<sup>32</sup> Bij haar streven naar prijsstabiliteit richt de ECB zich op het handhaven van een inflatieniveau onder maar dicht bij 2% op de middellange termijn.

<sup>33</sup> De marktwaarden zijn indicatief en worden afgeleid op basis van marktnoteringen. Waar marktnoteringen niet beschikbaar zijn, worden de marktprijzen geschat met behulp van interne modellen van het Eurosysteem.

	2016 €		2015 €		Mutatie €	
	Geamortiseerde kostprijs	Marktwaaarde	Geamortiseerde kostprijs	Marktwaaarde	Geamortiseerde kostprijs	Marktwaaarde
Eerste programma voor de aankoop van gedekte obligaties	1.032.305.522	1.098.106.253	1.786.194.503	1.898.990.705	(753.888.981)	(800.884.452)
Tweede programma voor de aankoop van gedekte obligaties	690.875.649	743.629.978	933.230.549	1.013.540.352	(242.354.900)	(269.910.374)
Derde programma voor de aankoop van gedekte obligaties	16.550.442.553	16.730.428.857	11.457.444.451	11.396.084.370	5.092.998.102	5.334.344.487
Programma voor de effectenmarkten	7.470.766.415	8.429.995.853	8.872.443.668	10.045.312.608	(1.401.677.253)	(1.615.316.755)
Programma voor de aankoop van effecten op onderpand van activa	22.800.124.065	22.786.088.513	15.321.905.622	15.220.939.054	7.478.218.443	7.565.149.459
Programma voor de aankoop van door de publieke sector uitgegeven schuldbewijzen	112.270.760.463	112.958.545.591	39.437.433.065	39.372.318.024	72.833.327.398	73.586.227.567
<b>Totaal</b>	<b>160.815.274.667</b>	<b>162.746.795.045</b>	<b>77.808.651.858</b>	<b>78.947.185.113</b>	<b>83.006.622.809</b>	<b>83.799.609.932</b>

De daling van de geamortiseerde kostprijs van de portefeuilles die worden aangehouden op grond van het eerste en het tweede aankoopprogramma voor gedekte obligaties en het SMP was het gevolg van aflossingen.

De Raad van Bestuur beoordeelt regelmatig de financiële risico's die zijn verbonden met de effecten die op grond van al deze programma's worden aangehouden.

Jaarlijks wordt er op basis van gegevens per jaareinde getoetst of er sprake is van een bijzondere waardevermindering ('impairment test'); deze toetsingen worden door de Raad van Bestuur goedgekeurd. Deze toetsen, die voor elk programma afzonderlijk worden uitgevoerd, omvatten een beoordeling van indicatoren die op een bijzondere waardevermindering wijzen. Voor zover van dergelijke indicatoren sprake was, is een nadere analyse uitgevoerd om te bevestigen dat de kasstromen van de onderliggende effecten niet zijn geraakt door een gebeurtenis die tot het nemen van een waardeverminderverslies zou leiden. De uitkomsten van de toetsingen van dit jaar gaven geen aanleiding om verliezen te verantwoorden op de effecten die in 2016 in de monetairbeleidsp portefeuilles waren opgenomen.

## 5 Vorderingen binnen het Eurosysteem

### 5.1 Vorderingen uit hoofde van de toedeling van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem

Deze post bestaat uit de vorderingen van de ECB ten opzichte van de nationale centrale banken van het eurogebied uit hoofde van de toedeling van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem (zie onder "Bankbiljetten in omloop" in de "Grondslagen voor de financiële verslaggeving"). De rentevergoeding op deze vorderingen wordt dagelijks berekend tegen de laatst beschikbare marginale rentevoet gehanteerd door het Eurosysteem bij zijn tenders voor

basisherfinancieringstransacties<sup>34</sup> (zie toelichting 22.2, "Rentebaten uit de toedeling van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem").

## 6 Overige activa

### 6.1 Materiële en immateriële vaste activa

Deze activa omvatten per 31 december 2016 de volgende posten:

	2016 €	2015 €	Mutatie €
<b>Kostprijs</b>			
Grond en gebouwen	1.011.662.911	1.027.242.937	(15.580.026)
Installaties	221.888.762	219.897.386	1.991.376
Computerhardware en -software	88.893.887	77.350.193	11.543.694
Inventaris, meubilair, en motorvoertuigen	96.197.706	92.000.437	4.197.269
Activa in aanbouw	3.024.459	244.590	2.779.869
Overige vaste activa	9.713.742	9.453.181	260.561
<b>Totaal kostprijs</b>	<b>1.431.381.467</b>	<b>1.426.188.724</b>	<b>5.192.743</b>
<b>Cumulatieve afschrijvingen</b>			
Grond en gebouwen	(72.284.513)	(79.468.891)	7.184.378
Installaties	(31.590.282)	(15.827.521)	(15.762.761)
Computerhardware en -software	(57.935.440)	(45.530.493)	(12.404.947)
Inventaris, meubilair, en motorvoertuigen	(29.107.438)	(20.831.615)	(8.275.823)
Overige vaste activa	(1.138.207)	(883.374)	(254.833)
<b>Totaal cumulatieve afschrijvingen</b>	<b>(192.055.880)</b>	<b>(162.541.894)</b>	<b>(29.513.986)</b>
<b>Nettoboekwaarde</b>	<b>1.239.325.587</b>	<b>1.263.646.830</b>	<b>(24.321.243)</b>

De netto-afname in de kostprijscategorie "Grond en gebouwen" en de hiermee samenhangende cumulatieve afschrijvingen is vooral toe te schrijven aan de verwijdering van de balans van geactiveerde herinrichtingskosten betreffende zaken die niet meer in gebruik waren.

### 6.2 Overige financiële activa

Deze post bestaat vooral uit de belegging van de eigen middelen<sup>35</sup> van de ECB en wordt aangehouden als directe tegenpost van het kapitaal en de reserves en de voorziening voor wisselkoers-, rente-, krediet- en goudprijrisico's. Deze post omvat

<sup>34</sup> Sinds 16 maart 2016 bedraagt de rentevoet die het Eurosysteem bij zijn tenders voor basisherfinancieringstransacties hanteert 0,00%.

<sup>35</sup> Repotransacties die in het kader van het beheer van de eigenmiddelenportefeuille zijn uitgevoerd, worden verantwoord onder de verplichting "Diversen" (zie toelichting 12.3, "Diversen").



onder meer een belang van 3.211 aandelen in de Bank voor Internationale Betalingen (BIB) tegen de verwervingsprijs van €41,8 miljoen.

Deze post bestaat uit:

	2016 €	2015 €	Mutatie €
Rekeningen-courant luidende in euro	30.000	30.000	-
Effecten luidende in euro	19.113.074.101	19.192.975.459	(79.901.358)
Omgekeerde repotransacties, luidende in euro	1.463.994.460	1.188.997.789	274.996.671
Overige financiële activa	41.830.662	41.914.335	(83.673)
<b>Totaal</b>	<b>20.618.929.223</b>	<b>20.423.917.583</b>	<b>195.011.640</b>

De nettostijging van deze post in 2016 was voornamelijk het gevolg van de herinvestering van de rentebaten uit de eigenmiddelenportefeuille.

### 6.3 Herwaarderingsverschillen op instrumenten buiten de balans

Deze post bestaat voornamelijk uit waarderingsveranderingen in per 31 december 2016 uitstaande swap- en termijntransacties in vreemde valuta (zie toelichting 19, "Valutaswaps en valutatermijntransacties"). Deze waarderingsveranderingen zijn het gevolg van de omrekening van dergelijke transacties in eurobedragen tegen de valutakoers op de balansdatum, vergeleken met de eurobedragen voortvloeiend uit de omrekening van de transacties tegen de gemiddelde kostprijs van de desbetreffende vreemde valuta op die datum (zie onder "Niet in de balans opgenomen instrumenten" en "Goud en in vreemde valuta luidende activa en passiva" in de "Grondslagen voor de financiële verslaggeving").

Waarderingswinsten op uitstaande renteswaptransacties zijn ook onder deze post opgenomen (zie toelichting 18, "Renteswaps").

### 6.4 Overlopende activa

In 2016 omvatte deze post de nog te ontvangen couponrente op effecten (waaronder uitstaande rente betaald bij aankoop) ten bedrage van €1.924,5 miljoen (2015: €1.186,6 miljoen) (zie toelichting 2.2, "Tegoeden bij banken en beleggingen in effecten, externe leningen en overige externe activa" en "Vorderingen op ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta", toelichting 4, "Effecten uitgegeven door ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro", en toelichting 6.2, "Overige financiële activa").

Bovendien bestaat deze post uit (a) opgebouwde baten uit gemeenschappelijke Eurosysteem-projecten (zie toelichting 27, "Overige baten"), (b) te ontvangen rente op overige financiële activa, and (c) diverse vooruitbetaalde posten.

## 6.5 Diversen

Deze post bestaat uit de overlopende bedragen inzake de tussentijdse verdeling van de winst van de ECB (zie onder “Tussentijdse verdeling van de winst” in de “Grondslagen voor de financiële verslaggeving”, en toelichting 11.2, “Overige verplichtingen binnen het Eurosysteem (netto)”).

De post omvat ook saldi met betrekking tot de per 31 december 2016 uitstaande swap- en termijntransacties in vreemde valuta. De saldi vloeien voort uit de omrekening van dergelijke transacties naar eurobedragen tegen de gemiddelde kostprijs van de desbetreffende valuta op de balansdatum, vergeleken met de oorspronkelijk verwerkte eurobedragen van de transacties (zie onder “Niet in de balans opgenomen instrumenten” in de “Grondslagen voor de financiële verslaggeving”).

## 7 Bankbiljetten in omloop

Deze post bestaat uit het aandeel van de ECB (8%) in de totale waarde van de eurobankbiljetten in omloop (zie onder “Bankbiljetten in omloop” in de “Grondslagen voor de financiële verslaggeving”).

## 8 Overige verplichtingen aan kredietinstellingen in het eurogebied, luidende in euro

Op 8 december 2016 heeft de Raad van Bestuur besloten dat de centrale banken van het Eurosysteem de mogelijkheid zullen hebben bij hun faciliteiten voor PSPP-effectenuitlening geldmiddelen als onderpand te accepteren zonder verplichte herbelegging van deze middelen. Deze transacties worden voor de ECB via een gespecialiseerde instelling uitgevoerd.

Per 31 december 2016 bedroeg de waarde van de uitstaande PSPP-effectenuitleningstransacties die met kredietinstellingen in het eurogebied waren afgesloten € 1,9 miljard. Als onderpand ontvangen geldmiddelen werden overgeboekt naar TARGET2-rekeningen (zie toelichting 11.2, “Overige verplichtingen binnen het Eurosysteem (netto)”).

Aangezien de geldmiddelen aan het einde van het jaar niet herbelegd waren, werden deze transacties op de balans verwerkt (zie onder “Transacties met wederinkoop” in de “Grondslagen voor de financiële verslaggeving”).<sup>36</sup>

<sup>36</sup> Effectenuitleningstransacties waarbij op balansdatum geen sprake is van als onderpand ontvangen, onbelegde geldmiddelen worden op buitenbalansrekeningen geregistreerd (zie toelichting 16 “Programma's voor effectenuitlening”).

## 9 Verplichtingen aan overige ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro

### 9.1 Overige verplichtingen

Deze post omvat tegoeden van de leden van de Euro Banking Association (EBA) die als garantie worden gebruikt voor de EURO1<sup>37</sup>-afwikkeling in het TARGET2-systeem.

## 10 Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro

Per 31 december 2016 bestaat deze post uit een bedrag van €9,5 miljard (2015: €1,5 miljard) bestaande uit bij de ECB aangehouden saldi van nationale centrale banken buiten het eurogebied, die voortvloeien uit of een tegenpost vormen van via het TARGET2-systeem geleide transacties. De toename van deze saldi in 2016 was het gevolg van betalingen door ingezetenen van het eurogebied aan niet-ingezetenen van het eurogebied (zie toelichting 11.2, "Overige verplichtingen binnen het Eurosysteem (netto)").

Deze post omvat tevens een bedrag van €4,1 miljard (2015: €0,8 miljard) voortvloeiend uit de permanente wederzijdse valutaregeling met de Federal Reserve. In het kader van deze regeling verstrekt de Federal Reserve door middel van swaptransacties Amerikaanse dollars aan de ECB om kortetermijnliquiditeit in Amerikaanse dollars aan tegenpartijen van het Eurosysteem te verstrekken. Tegelijkertijd verricht de ECB back-to-backswaptransacties met de nationale centrale banken van het eurogebied, die de resulterende middelen aanwenden om met tegenpartijen van het Eurosysteem in Amerikaanse dollar luidende liquiditeitsverschaffende transacties in de vorm van transacties met wederinkoop uit te voeren. Deze back-to-backswaptransacties resulteren in saldi binnen het Eurosysteem, tussen de ECB en de nationale centrale banken (zie toelichting 11.2 "Overige vorderingen binnen het Eurosysteem (netto)"). Bovendien resulteren de swaptransacties met de Federal Reserve en de nationale centrale banken van het eurogebied in termijnvorderingen en -verplichtingen die op buitenbalansrekeningen worden geregistreerd (zie toelichting 19, "Valutaswaps en valutatermijntransacties").

Het restant van deze post bestaat uit een bedrag van €3,1 miljard (2015: €0) aan uitstaande PSPP-effectenuitleningstransacties met niet-ingezetenen van het eurogebied waarbij geldmiddelen als onderpand zijn ontvangen en naar TARGET2-rekeningen zijn overgeboekt (zie toelichting 8, "Overige verplichtingen aan kredietinstellingen in het eurogebied, luidende in euro").

---

<sup>37</sup> EURO1 is een door de EBA beheerd betalingssysteem.

## 11 Verplichtingen binnen het Eurosysteem

### 11.1 Verplichtingen uit hoofde van de overdracht van externe reserves

Deze post betreft de verplichtingen aan de nationale centrale banken van het eurogebied uit hoofde van de overdracht van externe reserves aan de ECB bij hun toetreding tot het Eurosysteem. In 2016 waren er geen mutaties.

	Vanaf 1 januari 2015 €
Nationale Bank van België	1.435.910.943
Deutsche Bundesbank	10.429.623.058
Eesti Pank	111.729.611
Central Bank of Ireland	672.637.756
Bank of Greece	1.178.260.606
Banco de España	5.123.393.758
Banque de France	8.216.994.286
Banca d'Italia	7.134.236.999
Central Bank of Cyprus	87.679.928
Latvijas Banka	163.479.892
Lietuvos bankas	239.453.710
Banque centrale du Luxembourg	117.640.617
Central Bank of Malta	37.552.276
De Nederlandsche Bank	2.320.070.006
Oesterreichische Nationalbank	1.137.636.925
Banco de Portugal	1.010.318.483
Banka Slovenije	200.220.853
Národná banka Slovenska	447.671.807
Suomen Pankki – Finlands Bank	728.096.904
<b>Totaal</b>	<b>40.792.608.418</b>

De vergoeding over deze verplichtingen wordt dagelijks bepaald tegen de laatst beschikbare marginale rentevoet gehanteerd door het Eurosysteem bij zijn tenders voor de basisherfinancieringstransacties, gecorrigeerd vanwege een rendement van nul op de goudcomponent (zie toelichting 22.3, “Remuneratie van vorderingen van nationale centrale banken in verband met overgedragen externe reserves”).

### 11.2 Overige verplichtingen binnen het Eurosysteem (netto)

In 2016 bestond deze post voornamelijk uit de TARGET2-saldi van de nationale centrale banken van het eurogebied ten opzichte van de ECB (zie onder “Posities binnen het ESCB/posities binnen het Eurosysteem” in de “Grondslagen voor de financiële verslaggeving”). De nettostijging van deze positie vloeide voornamelijk voort uit effectenaankopen op grond van het APP (zie toelichting 4, “Effecten uitgegeven door ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro”), die via TARGET2-rekeningen werden afgewikkeld. De invloed van de aankopen werd

gedeeltelijk tenietgedaan door (a) de afwikkeling in TARGET2 van betalingen van ingezetenen van het eurogebied aan niet-ingezetenen van het eurogebied (zie toelichting 10, “Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro”); (b) als onderpand ontvangen geldmiddelen in verband met PSPP-effectenuitleningen (zie toelichting 8, “Overige verplichtingen aan kredietinstellingen in het eurogebied, luidende in euro” en toelichting 10, “Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro”); (c) de toename van de bedragen betreffende back-to-backswaptransacties met de nationale centrale banken in verband met de in Amerikaanse dollar luidende liquiditeitsverschaffende transacties; en (d) aflossingen van op grond van het SMP en de eerste twee programma's voor de aankoop van gedekte obligaties aangekochte effecten, die ook via TARGET2-rekeningen werden afgewikkeld.

De vergoeding over TARGET2-posities, met uitzondering van de saldi die voortkomen uit back-to-back-swaptransacties in verband met in Amerikaanse dollar luidende liquiditeitsverschaffende transacties, wordt dagelijks berekend tegen de laatst beschikbare marginale rente gehanteerd door het Eurosysteem bij zijn tenders voor basisherfinancieringstransacties.

Deze post bestond ook uit het aan de nationale centrale banken van het eurogebied verschuldigde bedrag in verband met de tussentijdse winstverdeling van de ECB (zie onder “Tussentijdse verdeling van de winst” in de “Grondslagen voor de financiële verslaggeving”).

	2016 €	2015 €
Verschuldigd aan nationale centrale banken van het eurogebied ter zake van TARGET2	1.058.484.156.256	812.734.808.529
Te vorderen van nationale centrale banken van het eurogebied ter zake van TARGET2	(908.249.140.203)	(730.463.422.714)
Verschuldigd aan nationale centrale banken van het eurogebied i.v.m. de tussentijdse winstverdeling van de ECB	966.234.559	812.134.494
<b>Overige verplichtingen binnen het Eurosysteem (netto)</b>	<b>151.201.250.612</b>	<b>83.083.520.309</b>

## 12 Overige passiva

### 12.1 Herwaarderingsverschillen op instrumenten buiten de balans

Deze post bestaat voornamelijk uit waarderingsveranderingen in per 31 december 2016 uitstaande swap- en termijntransacties in vreemde valuta (zie toelichting 19, “Valutaswaps en valutatermijntransacties”). Deze waarderingsveranderingen vloeien voort uit de omrekening van dergelijke transacties in eurobedragen tegen de valutakoers op de balansdatum, vergeleken met de eurobedragen voortvloeiend uit de omrekening van de transacties tegen de gemiddelde kostprijs van de desbetreffende vreemde valuta op die datum (zie onder “Niet in de balans opgenomen instrumenten” en “Goud en in vreemde valuta luidende activa en passiva” in de “Grondslagen voor de financiële verslaggeving”).

Waarderingsverliezen op uitstaande renteswaptransacties zijn ook in deze post opgenomen (zie toelichting 18, "Renteswaps").

## 12.2 Overlopende passiva

Deze post omvat per 31 december 2016 tevens vooraf geïnde baten in verband met het Gemeenschappelijk Toezichtsmechanisme ('Single Supervisory Mechanism' – SSM) (zie toelichting 25, "Nettobaten uit vergoedingen en provisies"), overlopende beheerkosten, en overlopende posten voor financiële instrumenten.

Deze post omvat ook de nog aan de nationale centrale banken verschuldigde rente voor geheel 2016 op hun vorderingen in verband met de aan de ECB overgedragen externe reserves (zie toelichting 11.1, "Verplichtingen uit hoofde van de overdracht van externe reserves"). Dit bedrag is in januari 2017 afgewikkeld.

	2016 €	2015 €	Mutatie €
Overlopende beheerkosten	20.723.173	20.455.723	267.450
Financiële instrumenten	3.621.142	2.191.753	1.429.389
Vooruitontvangen SSM-baten	41.089.798	18.926.078	22.163.720
Aan de ECB overgedragen externe reserves	3.611.845	17.576.514	(13.964.669)
TARGET2	-	36.393.921	(36.393.921)
<b>Totaal</b>	<b>69.045.958</b>	<b>95.543.989</b>	<b>(26.498.031)</b>

## 12.3 Diversen

In 2016 bestond deze post voornamelijk uit per 31 december 2016 uitstaande swap- en termijntransacties in vreemde valuta (zie toelichting 19, "Valutaswaps en valutatermijntransacties"). Deze saldi houden verband met de omrekening van dergelijke transacties naar eurobedragen tegen de gemiddelde kostprijs van de desbetreffende valuta op de balansdatum, vergeleken met de oorspronkelijk verwerkte eurobedragen van de transacties (zie "Niet in de balans opgenomen instrumenten" in de "Grondslagen voor de financiële verslaggeving").

Daarnaast omvat deze post de netto toegezegdpensioenverplichting van de ECB met betrekking tot de uitkeringen na uitdiensttreding en de overige langetermijnbeloningen van haar medewerkers, de leden van de Directie en de bij de ECB werkzame leden van de Raad van Toezicht.

## Pensioenregelingen van de ECB, overige uitkeringen na uitdiensttreding en overige langetermijnbeloningen<sup>38</sup>

### Balans

De in de balans opgenomen bedragen met betrekking tot uitkeringen na uitdiensttreding en andere langetermijnpersoneelsbeloningen luiden als volgt:

	2016 Medewerkers in €miljoen	2016 Raden in €miljoen	2016 Totaal in €miljoen	2015 Medewerkers in €miljoen	2015 Raden in €miljoen	2015 Totaal in €miljoen
Brutoverplichting (contante waarde)	1.361,3	27,7	1.388,9	1.116,7	24,1	1.140,8
Reële waarde van de fondsbeleggingen	(878,0)	-	(878,0)	(755,3)	-	(755,3)
<b>In de balans opgenomen netto toegezegdpensioenverplichting</b>	<b>483,3</b>	<b>27,7</b>	<b>510,9</b>	<b>361,4</b>	<b>24,1</b>	<b>385,5</b>

In 2016 omvatte de brutoverplichting (contante waarde) ten opzichte van de medewerkers ten bedrage van € 1.361,3 miljoen (2015: € 1.116,7 miljoen) niet-kapitaalgedekte verplichtingen ten bedrage van € 187,0 miljoen (2015: € 155,9 miljoen) met betrekking tot uitkeringen na uitdiensttreding en andere langetermijnbeloningen. Er bestaan tevens niet-kapitaalgedekte regelingen voor uitkeringen na uitdiensttreding en overige langetermijnbeloningen van leden van de Directie en leden van de Raad van Toezicht.

### Winst-en-verliesrekening

De in 2016 in de winst-en-verliesrekening opgenomen bedragen luiden als volgt:

	2016 Medewerkers in €miljoen	2016 Raden in €miljoen	2016 Totaal in €miljoen	2015 Medewerkers in €miljoen	2015 Raden in €miljoen	2015 Totaal in €miljoen
Aan het dienstjaar toegerekende pensioenkosten	104,4	1,6	106,0	120,0	1,9	121,9
Nettorente over de netto toegezegdpensioenverplichting	9,7	0,6	10,3	9,5	0,5	10,0
waarvan:						
<i>Kosten van de verplichting</i>	29,1	0,6	29,8	22,9	0,5	23,4
<i>Baten uit fondsbeleggingen</i>	(19,5)	-	(19,5)	(13,4)	-	(13,4)
Herberekenings(winsten)/verliezen op overige langetermijnbeloningen	0,6	0,1	0,7	2,6	(0,1)	2,5
<b>Totaal begrepen in "Personeelskosten"</b>	<b>114,6</b>	<b>2,4</b>	<b>117,0</b>	<b>132,1</b>	<b>2,3</b>	<b>134,4</b>

In 2016 daalden de aan het dienstjaar toegerekende pensioenkosten naar € 106,0 miljoen (2015: € 121,9 miljoen), voornamelijk als gevolg van de verhoging van de disconteringsvoet van 2% in 2014 naar 2,5% in 2015.<sup>39</sup>

<sup>38</sup> De totalen in de tabellen van deze paragraaf kunnen door afronding enigszins verschillen. In de kolom "Raden" worden de bedragen met betrekking tot zowel de Directie als de Raad van Toezicht weergegeven.

## Mutaties in de bruto toegezegdpensioenverplichting, fondsbeleggingen en herberekeningsresultaten

De mutaties in de contante waarde van de bruto toegezegdpensioenverplichting luiden als volgt:

	2016 Medewerkers in €miljoen	2016 Raden in €miljoen	2016 Totaal in €miljoen	2015 Medewerkers in €miljoen	2015 Raden in €miljoen	2015 Totaal in €miljoen
Beginsaldo bruto toegezegdpensioenverplichting	1.116,7	24,1	1.140,8	1.087,1	24,5	1.111,6
Toegerekende pensioenkosten	104,4	1,6	106,0	120,0	1,9	121,9
Rentekosten over de brutoverplichting	29,1	0,6	29,8	22,9	0,5	23,4
Bijdragen deelnemers	19,5	0,2	19,8	21,7	0,2	21,9
Betaalde uitkeringen	(8,6)	(0,8)	(9,5)	(7,5)	(0,8)	(8,3)
Herberekenings(winsten)/verliezen	100,2	1,9	102,1	(127,5)	(2,2)	(129,7)
<b>Eindsaldo bruto toegezegdpensioenverplichting</b>	<b>1.361,3</b>	<b>27,7</b>	<b>1.388,9</b>	<b>1.116,7</b>	<b>24,1</b>	<b>1.140,8</b>

De totale herberekeningsverliezen van € 102,1 miljoen op de toegezegdpensioenverplichting in 2016 waren hoofdzakelijk het gevolg van de verlaging van de disconteringsvoet van 2,5% in 2015 naar 2% in 2016.

De mutaties in 2016 in de reële waarde van de fondsbeleggingen in de toegezegdpensioenpijler met betrekking tot medewerkers waren als volgt:

	2016 in €miljoen	2015 in €miljoen
Beginsaldo reële waarde van de fondsbeleggingen	755,3	651,9
Rentebaten uit fondsbeleggingen	19,5	13,4
Herberekeningswinsten	44,7	26,8
Bijdragen werkgever	45,0	46,9
Bijdragen deelnemers	19,5	21,7
Betaalde uitkeringen	(6,0)	(5,4)
<b>Eindsaldo reële waarde van de fondsbeleggingen</b>	<b>878,0</b>	<b>755,3</b>

De herberekeningswinsten op de fondsbeleggingen in zowel 2016 als 2015 weerspiegelen het feit dat het werkelijke rendement op de fondsbeleggingen hoger was dan de verwachte rentebaten op de fondsbeleggingen.

In vervolg op een funding-onderzoek van de personeelspensioenregeling per 31 december 2015 door de actuarissen van de ECB heeft de Raad van Bestuur in 2016 onder meer besloten (a) de jaarlijkse aanvullende ECB-bijdragen van € 6,8 miljoen te beëindigen, en (b) vanaf september 2016 de ECB-bijdrage aan de personeelspensioenregeling te verhogen van 19,5% naar 20,7% van het basissalaris.<sup>40</sup> Als gevolg van deze besluiten lieten de door de ECB betaalde

<sup>39</sup> De aan het dienstjaar toegerekende pensioenkosten worden geschat door middel van de disconteringsvoet die in het voorgaande jaar gold.

<sup>40</sup> Bovendien heeft de Raad van Bestuur besloten de door de ECB-medewerkers betaalde bijdragen te verhogen van 6,7% naar 7,4% van het basissalaris.



bijdragen in 2016 per saldo een daling zien ondanks de stijging van het aantal deelnemers aan de regeling (zie toelichting 28, "Personeelskosten").

De mutaties over 2016 in de herberekeningsresultaten (zie toelichting 14, "Herwaarderingsrekeningen") waren als volgt:

	2016 in € miljoen	2015 in € miljoen
Beginsaldo herberekenings(winsten)/verliezen	(148,4)	(305,6)
Bijdragen van tot het Eurosysteem toetredende nationale centrale banken <sup>41</sup>	0,0	(1,8)
Winsten op de fondsbeleggingen	44,7	26,8
Winsten/(verliezen) op de brutoverplichting	(102,1)	129,7
Verliezen opgenomen in de winst-en-verliesrekening	0,7	2,5
<b>Eindsaldo herberekeningsverliezen opgenomen onder "Herwaarderingsrekeningen"</b>	<b>(205,1)</b>	<b>(148,4)</b>

## Belangrijke veronderstellingen

Bij de totstandkoming van de waarderingen waarnaar in deze toelichting wordt verwezen, hebben de actuarissen veronderstellingen gehanteerd die door de Directie zijn goedgekeurd ten behoeve van de administratieve verwerking en toelichting. De belangrijkste veronderstellingen die zijn gehanteerd voor het berekenen van de verplichting uit hoofde van de pensioenregeling zijn in de onderstaande tabel opgenomen.

	2016 %	2015 %
Disconteringsvoet	2,00	2,50
Verwacht rendement op de fondsbeleggingen <sup>42</sup>	3,00	3,50
Algemene toekomstige salarisverhogingen <sup>43</sup>	2,00	2,00
Toekomstige pensioenverhogingen <sup>44</sup>	1,40	1,40

Daarnaast bedroegen de vrijwillige bijdragen van medewerkers aan een toegezegdebijdragepijler in 2016 € 133,2 miljoen (2015: € 123,3 miljoen). Deze bijdragen worden belegd in fondsbeleggingen, maar leiden tevens tot een hiermee corresponderende verplichting.

<sup>41</sup> Bij de overgang van Litouwen op de gemeenschappelijke munt heeft Lietuvos bankas vanaf 1 januari 2015 aan de saldi van alle herwaarderingsrekeningen van de ECB bijgedragen. De uitstaande herberekeningsverliezen begrepen in de herwaarderingsrekeningen per 31 december 2014 resulteerden in een verlaging van de bijdragen door Lietuvos bankas.

<sup>42</sup> Deze veronderstellingen zijn gebruikt voor de berekening van het deel van de bruto toegezegdpensioenverplichting van de ECB dat wordt gedekt door activa met een onderliggende kapitaalgarantie.

<sup>43</sup> Daarnaast is rekening gehouden met verwachte individuele salarisverhogingen van maximaal 1,8% per jaar, afhankelijk van de leeftijd van de deelnemers aan de regeling.

<sup>44</sup> Volgens de bepalingen van de pensioenregeling van de ECB worden de pensioenen jaarlijks verhoogd. Als de algemene salarisaanpassingen voor medewerkers van de ECB onder de prijsinflatie liggen, zal een eventuele verhoging van de pensioenen in lijn zijn met de algemene salarisaanpassingen. Als de algemene salarisaanpassingen boven de prijsinflatie liggen, zullen zij worden gebruikt om de verhoging van de pensioenen te bepalen, op voorwaarde dat de financiële positie van de pensioenregelingen van de ECB een dergelijke verhoging toelaat.

## 13 Voorzieningen

Deze post bestaat voornamelijk uit een voorziening voor wisselkoers-, rente-, krediet- en goudprijsrisico's.

De voorziening voor wisselkoers-, rente-, krediet- en goudprijsrisico's wordt, voor zover de Raad van Bestuur dat noodzakelijk acht, gebruikt ter compensatie van toekomstige gerealiseerde en ongerealiseerde verliezen, in het bijzonder waarderingsverliezen die de saldi van de desbetreffende herwaarderingsrekeningen overtreffen. Jaarlijks wordt op grond van een beoordeling van deze risico's door de ECB gezien hoe groot deze voorziening moet zijn en of ze moet worden voortgezet. Bij deze beoordeling worden allerlei factoren in aanmerking genomen. De risicovoorziening mag, samen met het in het algemeen reservefonds van de ECB aangehouden bedrag, niet hoger zijn dan het door de nationale centrale banken van het eurogebied volgestorte kapitaal van de ECB.

Per 31 december 2016 bedroeg de voorziening voor wisselkoers-, rente-, krediet- en goudrisico's € 7.619.884.851, onveranderd ten opzichte van 2015. Dit bedrag komt overeen met het per die datum door de nationale centrale banken van het eurogebied gestorte kapitaal van de ECB.

## 14 Herwaarderingsrekeningen

Deze post bestaat voornamelijk uit herwaarderingsaldi uit hoofde van ongerealiseerde winsten op activa, passiva en buiten de balans opgenomen instrumenten (zie onder "Resultaatbepaling", "Goud en in vreemde valuta luidende activa en passiva", "Effecten" en "Niet in de balans opgenomen instrumenten" in de "Grondslagen voor de financiële verslaggeving"). Deze post omvat tevens de herberekeningen van de netto toegezegdpensioenverplichting van de ECB met betrekking tot uitkeringen na uitdiensttreding (zie onder "Pensioenregelingen van de ECB, overige uitkeringen na uitdiensttreding en overige langetermijnbeloningen" in de "Grondslagen voor de financiële verslaggeving" en toelichting 12.3, "Diversen").

	2016 €	2015 €	Mutatie €
Goud	13.926.380.231	11.900.595.095	2.025.785.136
Vreemde valuta	14.149.471.665	12.272.562.352	1.876.909.313
Effecten en andere instrumenten	755.494.021	808.078.836	(52.584.815)
Netto toegezegdpensioenverplichting voor uitkeringen na uitdiensttreding	(205.078.109)	(148.413.109)	(56.665.000)
<b>Totaal</b>	<b>28.626.267.808</b>	<b>24.832.823.174</b>	<b>3.793.444.634</b>

De stijging in de omvang van de herwaarderingsrekeningen is het gevolg van de waardevermindering van de euro ten opzichte van goud, de Amerikaanse dollar en de Japanse yen in 2016.

Voor de herwaardering per jaareinde zijn de onderstaande valutakoersen gebruikt.

Valutakoersen	2016	2015
Amerikaanse dollar per euro	1,0541	1,0887
Japanse yen per euro	123,40	131,07
Euro per SDR	1,2746	1,2728
Euro per fine ounce goud	1.098,046	973,225

## 15 Kapitaal en reserves

### 15.1 Kapitaal

Het geplaatste kapitaal van de ECB bedraagt € 10.825.007.069. Het door de nationale banken van en buiten het eurogebied gestorte kapitaal bedraagt € 7.740.076.935.

De nationale centrale banken van het eurogebied hebben hun aandeel in het geplaatste kapitaal volgestort. Sinds 1 januari 2015 bedraagt het gestorte kapitaal € 7.619.884.851 (zie onderstaande tabel).<sup>45</sup>

<sup>45</sup> De individuele bedragen zijn tot op één euro nauwkeurig afgerond. De totalen in de tabellen van deze toelichting kunnen door afronding enigszins verschillen.

	Kapitaalverdeelsleutel sinds 1 januari 2015 <sup>46</sup> %	Gestort kapitaal sinds 1 januari 2015 €
Nationale Bank van België	2,4778	268.222.025
Deutsche Bundesbank	17,9973	1.948.208.997
Eesti Pank	0,1928	20.870.614
Central Bank of Ireland	1,1607	125.645.857
Bank of Greece	2,0332	220.094.044
Banco de España	8,8409	957.028.050
Banque de France	14,1792	1.534.899.402
Banca d'Italia	12,3108	1.332.644.970
Central Bank of Cyprus	0,1513	16.378.236
Latvijas Banka	0,2821	30.537.345
Lietuvos bankas	0,4132	44.728.929
Banque centrale du Luxembourg	0,2030	21.974.764
Central Bank of Malta	0,0648	7.014.605
De Nederlandsche Bank	4,0035	433.379.158
Oesterreichische Nationalbank	1,9631	212.505.714
Banco de Portugal	1,7434	188.723.173
Banka Slovenije	0,3455	37.400.399
Národná banka Slovenska	0,7725	83.623.180
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2564	136.005.389
<b>Totaal</b>	<b>70,3915</b>	<b>7.619.884.851</b>

De nationale centrale banken die geen deel uitmaken van het eurogebied moeten 3,75% van hun geplaatste kapitaal storten als bijdrage in de operationele kosten van de ECB. Deze bijdrage bedroeg ultimo 2016 in totaal € 120.192.083, onveranderd ten opzichte van 2015. De nationale centrale banken buiten het eurogebied zijn niet gerechtigd tot een aandeel in de te verdelen winst van de ECB, met inbegrip van inkomsten uit de toedeling van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem, noch zijn zij verplicht een eventueel verlies van de ECB te financieren.

De nationale centrale banken buiten het eurogebied hebben de volgende bedragen gestort:

<sup>46</sup> De ECB-kapitaalverdeelsleutel voor de individuele nationale centrale banken is voor het laatst op 1 januari 2014 gewijzigd. Maar in verband met de toetreding van Litouwen tot het eurogebied is per 1 januari 2015 het totale gewicht van het aandeel van de nationale centrale banken van het eurogebied in het totale kapitaal van de ECB gestegen, terwijl het totale gewicht van het aandeel van de nationale centrale banken buiten het eurogebied daalde. In 2016 hebben geen aanpassingen plaatsgevonden.

	Kapitaalverdeel- sleutel sinds 1 januari 2015 %	Gestort kapitaal sinds 1 januari 2015 €
Българска народна банка (Nationale Bank van Bulgarije)	0,8590	3.487.005
Česká národní banka	1,6075	6.525.450
Danmarks Nationalbank	1,4873	6.037.512
Hrvatska narodna banka	0,6023	2.444.963
Magyar Nemzeti Bank	1,3798	5.601.129
Narodowy Bank Polski	5,1230	20.796.192
Banca Națională a României	2,6024	10.564.124
Sveriges Riksbank	2,2729	9.226.559
Bank of England	13,6743	55.509.148
<b>Totaal</b>	<b>29,6085</b>	<b>120.192.083</b>

## Niet in de balans opgenomen instrumenten

### 16 Programma's voor effectenuitlening

Ten behoeve van het beheer van de eigen middelen van de ECB heeft de ECB een overeenkomst voor een effectenuitleningsprogramma, op grond waarvan een gespecialiseerde instelling namens de ECB effectenuitleningstransacties verricht.

Daarnaast heeft de ECB, overeenkomstig besluiten van de Raad van Bestuur, effecten voor uitleningstransacties beschikbaar gesteld. Deze betreffen de aangehouden effecten die de ECB heeft aangekocht op grond van het eerste, tweede en derde aankoopprogramma voor gedekte obligaties, evenals de aangehouden effecten die krachtens het PSPP zijn aangekocht en de op grond van het SMP aangekochte effecten die ook in aanmerking komen voor aankoop ingevolge het PSPP.<sup>47</sup>

Indien er aan het einde van het jaar geen sprake is van onderpand in de vorm van onbelegde geldmiddelen worden de desbetreffende effectenuitleningstransacties op buitenbalansrekeningen geregistreerd.<sup>48</sup> Per 31 december 2016 bedroeg de waarde van dergelijke uitstaande effectenuitleningstransacties € 10,9 miljard (2015: € 4,5 miljard). Van dit bedrag hield € 3,9 miljard (2015: € 0,3 miljard) verband met het uitlenen van voor monetairbeleidsdoeleinden aangehouden effecten.

### 17 Rentefutures

Per 31 december 2016 stonden de volgende vreemde-valutatransacties uit, gepresenteerd tegen marktkoersen per jaareinde:

Rentefutures in vreemde valuta	2016 Contractwaarde €	2015 Contractwaarde €	Mutatie €
Aankopen	558.770.515	694.406.172	(135.635.657)
Verkopen	2.258.798.975	690.554.100	1.568.244.875

Deze transacties werden verricht in het kader van het beheer van de externe reserves van de ECB.

<sup>47</sup> De ECB koopt geen effecten aan op grond van het CSPP en houdt daardoor uit dien hoofde geen effecten aan die voor uitlening kunnen worden gebruikt.

<sup>48</sup> Indien er aan het einde van het jaar wel sprake is van onderpand in de vorm van onbelegde geldmiddelen, dan worden deze transacties op balansrekeningen geregistreerd (zie toelichting 8, "Overige verplichtingen aan kredietinstellingen in het eurogebied, luidende in euro" en toelichting 10, "Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro).

## 18 Renteswaps

Per 31 december 2015 stonden er renteswaps met een contractwaarde van €378,3 miljoen (2015: €274,5 miljoen) uit, gepresenteerd tegen marktkoersen per jaareinde. Deze transacties werden verricht in het kader van het beheer van de externe reserves van de ECB.

## 19 Valutaswaps en valutatermijntransacties

### Beheer van externe reserves

In 2016 werden valutaswap- en valutatermijntransacties verricht in het kader van het beheer van de externe reserves van de ECB. Per 31 december 2016 stonden de onderstaande, uit deze transacties resulterende vorderingen en verplichtingen uit, gepresenteerd tegen marktkoersen per jaareinde.

Valutaswaps en valutatermijntransacties	2016 €	2015 €	Mutatie €
Vorderingen	3.123.544.615	2.467.131.004	656.413.611
Verplichtingen	2.855.828.167	2.484.517.472	371.310.695

### Liquiditeitsverschaffende transacties

Er was sprake van in Amerikaanse dollar luidende vorderingen en verplichtingen met een afwikkelingsdatum in 2017. Deze hangen samen met de verstrekking van liquiditeit in Amerikaanse dollar aan tegenpartijen van het Eurosysteem (zie toelichting 10, "Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro").

## 20 Beheer van kredietopname- en kredietverleningstransacties

Ook in 2016 was de ECB verantwoordelijk voor het beheer van de kredietopname- en kredietverleningstransacties van de EU in het kader van de faciliteit voor financiële ondersteuning voor de middellange termijn, het Europees Financieel Stabilisatiemechanisme, de Europese Faciliteit voor Financiële Stabiliteit en het Europees Stabiliteitsmechanisme (ESM), en voor de leningfaciliteitovereenkomst voor Griekenland. In 2016 verwerkte de ECB betalingen met betrekking tot deze transacties, alsmede betalingen in de vorm van bijdragen van lidstaten aan het maatschappelijk kapitaal van het ESM.

## Voorwaardelijke verplichtingen uit hoofde van lopende rechtsgedingen

Een aantal depositohouders, aandeelhouders en obligatiehouders van Cypriotische kredietinstellingen heeft vier rechtszaken tegen de ECB aangespannen. De desbetreffende partijen beweren financiële schade te hebben geleden als gevolg van handelingen die naar hun oordeel hebben geresulteerd in de herstructurering van deze kredietinstellingen in het kader van het financiële bijstandsprogramma voor Cyprus. In 2014 wees het Gerecht van de Europese Unie twaalf soortgelijke gevallen geheel af. Tegen acht van deze uitspraken werd beroep aangetekend. In 2016 bevestigde het Hof van Justitie van de Europese Unie in deze beroepszaken dat deze niet-ontvankelijk waren of stelde het de ECB in het gelijk. De betrokkenheid van de ECB bij het proces dat leidde tot de afronding van het financiële bijstandsprogramma was beperkt tot het verstrekken van technisch advies, krachtens het Verdrag tot oprichting van het Europees Stabiliteitsmechanisme, waarbij in samenwerking met de Europese Commissie werd opgetreden, alsmede de uitgifte van een niet-bindend advies inzake de Cypriotische ontwerpwet inzake afwikkeling. Daarom wordt aangenomen dat uit deze zaken geen verliezen voor de ECB zullen voortvloeien.



## Toelichting op de winst-en-verliesrekening

### 22 Nettorentebaten

#### 22.1 Rentebaten uit externe reserves

Deze post omvat de rentebaten, na aftrek van rentelasten, uit de netto externe reserves van de ECB. De post is als volgt opgebouwd:

	2016 €	2015 €	Mutatie €
Rentebaten uit rekeningen-courant	1.499.288	552.459	946.829
Rentebaten uit geldmarktdeposito's	18.095.835	6.306.443	11.789.392
Rentebaten/(lasten) uit repo's	(34.017)	38.311	(72.328)
Rentebaten uit omgekeerde repo's	12.745.338	2.920.201	9.825.137
Rentebaten uit effecten	304.958.993	261.121.900	43.837.093
Rentebaten/(lasten) uit renteswaps	19.080	(861.355)	880.435
Rentebaten uit valutaswaps en valutatermijntransacties	33.157.253	13.127.982	20.029.271
<b>Rentebaten uit externe reserves (netto)</b>	<b>370.441.770</b>	<b>283.205.941</b>	<b>87.235.829</b>

De algehele stijging van de nettorentebaten in 2016 was voornamelijk het gevolg van hogere rentebaten uit de Amerikaansedollarportefeuille.

#### 22.2 Rentebaten uit de toedeling van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem

Deze post bestaat uit de rentebaten voortvloeiend uit het 8%-aandeel van de ECB in de totale waarde van de uitgegeven eurobankbiljetten (zie "Bankbiljetten in omloop" in de "Grondslagen voor de financiële verslaggeving" en toelichting 5.1, "Vorderingen uit hoofde van de toedeling van eurobankbiljetten binnen het Eurosysteem"). Ondanks een stijging van 4,7% van de gemiddelde waarde van de bankbiljetten in omloop was er sprake van een daling van de baten in 2016 ten gevolge van het feit dat de gemiddelde basisherfinancieringsrente lager was dan in 2015 (te weten 0,01% in 2016, vergeleken met 0,05% in 2015).

#### 22.3 Remuneratie van vorderingen van nationale centrale banken in verband met overgedragen externe reserves

De rentevergoeding aan de nationale centrale banken van het eurogebied uit hoofde van hun vorderingen betreffende de aan de ECB overgedragen externe reserves (zie toelichting 11.1, "Verplichtingen uit hoofde van de overdracht van externe reserves") wordt onder deze post opgenomen. De daling van deze vergoeding in 2016 is het

gevolg van het feit dat de gemiddelde basisherfinancieringsrente lager was dan in 2015.

## 22.4 Overige rentebaten en overige rentelasten<sup>49</sup>

In 2016 bestonden deze posten voornamelijk uit nettorentebaten van € 1,0 miljard (2015: € 0,9 miljard) uit de effecten die de ECB voor monetairbeleidsdoeleinden had aangeschaft. Van dit bedrag hield € 0,5 miljard (2015: € 0,6 miljard) verband met nettorentebaten uit op grond van het SMP aangekochte effecten en € 0,4 miljard (2015: € 0,2 miljard) hield verband met nettorentebaten uit op grond van het APP aangekochte effecten.

Het restant van deze posten bestond vooral uit rentebaten en -lasten betreffende de eigenmiddelenportefeuille van de ECB (zie toelichting 6.2 "Overige financiële activa") en betreffende diverse rentedragende saldi.

## 23 Gerealiseerde winsten/verliezen uit financiële transacties

De netto gerealiseerde winsten uit financiële transacties waren in 2016 als volgt samengesteld:

	2016 €	2015 €	Mutatie €
Gerealiseerde koerswinsten (netto)	159.456.244	175.959.137	(16.502.893)
Gerealiseerde valutakoers- en goudprijswinsten (netto)	65.085.498	38.474.593	26.610.905
<b>Gerealiseerde winsten uit financiële transacties (netto)</b>	<b>224.541.742</b>	<b>214.433.730</b>	<b>10.108.012</b>

De gerealiseerde koerswinsten (netto) omvatten gerealiseerde winsten en verliezen op effecten, rentefutures en renteswaps. De daling van de gerealiseerde koerswinsten (netto) in 2016 was vooral toe te schrijven aan lagere gerealiseerde koerswinsten op effecten in de Amerikaansedollarportefeuille.

De algehele stijging van de gerealiseerde valutakoers- en goudprijswinsten (netto) was voornamelijk het gevolg van de uitstroom van SDR's in het kader van de tweezijdige overeenkomst met het IMF betreffende de aan- en verkoop van SDR's (zie toelichting 2.1, "Vorderingen op het IMF").

## 24 Afwaarderingen van financiële activa en posities

De afwaarderingen van financiële activa en posities waren in 2016 als volgt samengesteld:

<sup>49</sup> Met ingang van 2016 worden de rentebaten en rentelasten uit voor monetairbeleidsdoeleinden aangehouden effecten op nettobasis gerapporteerd onder hetzij "Overige rentebaten" (bij een positief saldo) of "Overige rentelasten" (bij een negatief saldo) (zie "Herclassificaties" in de "Grondslagen voor de financiële verslaggeving").

	2016 €	2015 €	Mutatie €
Ongerealiseerde koersverliezen op effecten (prijsherwaardering)	(148.159.250)	(63.827.424)	(84.331.826)
Ongerealiseerde koersverliezen op renteswaps	-	(223.892)	223.892
Ongerealiseerde valutakoersverliezen	(12.760)	(1.901)	(10.859)
<b>Totaal afwaarderingen</b>	<b>(148.172.010)</b>	<b>(64.053.217)</b>	<b>(84.118.793)</b>

De hogere afwaarderingen vergeleken met 2015 hingen vooral samen met de hogere markrendementen van de aangehouden effecten in de Amerikaansedollarporteuille, naast de algehele markwaardedaling van deze effecten.

## 25 Nettobaten uit vergoedingen en provisies

	2016 €	2015 €	Mutatie €
Baten uit vergoedingen en provisies	382.191.051	277.324.169	104.866.882
Lasten m.b.t. vergoedingen en provisies	(10.868.282)	(8.991.908)	(1.876.374)
<b>Nettobaten uit vergoedingen en provisies</b>	<b>371.322.769</b>	<b>268.332.261</b>	<b>102.990.508</b>

In 2016 bestonden de in deze post opgenomen baten vooral uit toezichtsvergoedingen. De lasten bestonden voornamelijk uit bewaarvergoedingen en de verschuldigde vergoedingen aan de externe vermogensbeheerders die op expliciete instructie van, en namens, het Eurosysteem aankopen van toegelaten effecten op onderpand van activa verrichten.

### *Baten en lasten in verband met toezichtstaken*

Op 4 november 2014 heeft de ECB, conform Artikel 33 van Verordening 1024/2013/EU van de Raad van 15 oktober 2013, haar toezichtstaken op zich genomen. Ter dekking van de kosten die de ECB maakt om deze taken te vervullen, brengt zij de onder toezicht staande entiteiten een jaarlijkse vergoeding in rekening. De ECB heeft in april 2016 aangekondigd dat de jaarvergoeding voor het toezicht in 2016 €404,5 miljoen<sup>50</sup> zou bedragen. Dit bedrag was gebaseerd op de geschatte jaarlasten voor 2016 ten bedrage van €423,2 miljoen, na aanpassingen voor (a) de extra toezichtsvergoedingen van €18,9 miljoen die in 2015 in rekening zijn gebracht; (b) de terugbetalingen betreffende mutaties in het aantal onder toezicht staande

<sup>50</sup> Dit bedrag is in oktober 2016 gefactureerd, met 18 november 2016 als vervaldatum.

entiteiten of de status daarvan<sup>51</sup> (€0,3 miljoen); en (c) de in rekening gebrachte rente van €0,1 miljoen voor late betalingen in 2015.

Op basis van de daadwerkelijke lasten van de ECB uit hoofde van haar banktoezichtstaken bedroegen de baten uit toezichtsvergoedingen voor 2016 € 382,2 miljoen.

	2016 €	2015 €	Mutatie €
Toezichtsvergoedingen	382.151.355	277.086.997	105.064.358
waarvan:			
Vergoedingen <i>toegerekend aan</i> belangrijke entiteiten of belangrijke groepen	338.418.328	245.620.964	92.797.364
Vergoedingen <i>toegerekend aan</i> minder belangrijke entiteiten of minder belangrijke groepen	43.733.027	31.466.033	12.266.994
<b>Totaal van de baten i.v.m. banktoezichtstaken</b>	<b>382.151.355</b>	<b>277.086.997</b>	<b>105.064.358</b>

Het surplus van € 41,1 miljoen, te weten het verschil tussen de geschatte lasten (€ 423,2 miljoen) en de daadwerkelijke lasten (€ 382,2 miljoen) voor 2016 is gepresenteerd onder de “Overlopende passiva” (zie toelichting 12.2, “Overlopende passiva”). Dit komt in mindering op de in 2017 in rekening te brengen toezichtsvergoedingen.

Bovendien mag de ECB ondernemingen boetes of dwangsommen opleggen als deze niet voldoen aan in haar verordeningen en besluiten vastgelegde verplichtingen. In 2016 heeft de ECB dergelijke boetes of dwangsommen niet opgelegd.

De met het SSM samenhangende lasten vloeien voort uit het directe toezicht op belangrijke entiteiten, het oversight op het toezicht op minder belangrijke entiteiten en het uitvoeren van horizontale taken en gespecialiseerde diensten. Hieronder vallen ook de kosten van de dienstverlening door ondersteunende functies die noodzakelijk is voor de uitvoering van de toezichtstaken van de ECB, waaronder diensten op het gebied van huisvesting, humanresourcesbeheer, beheer, budgettering en controlling, administratie, juridische zaken, interne audit, statistiek en IT.

Voor 2016 kunnen deze lasten als volgt worden uitgesplitst:

<sup>51</sup> Op grond van Artikel 7 van de Verordening van de ECB betreffende een vergoeding voor toezicht (ECB/2014/41) wordt de individuele toezichtsvergoeding gewijzigd indien (a) een onder toezicht staande entiteit of onder toezicht staande groep slechts voor een deel van de vergoedingsperiode onder toezicht staat of (b) de status van een onder toezicht staande entiteit of een onder toezicht staande groep wijzigt van belangrijk in minder belangrijk, of vice versa. Zulke ontvangen of terugbetaalde bedragen worden in aanmerking genomen bij de berekening van de totale jaarlijkse toezichtsvergoeding die in volgende jaren in rekening gaat worden gebracht.

	2016 €	2015 €	Mutatie €
Salarissen en andere beloningen	180.655.666	141.262.893	39.392.773
Huur en onderhoud gebouwen	58.103.644	25.513.220	32.590.424
Overige operationele lasten	143.392.045	110.310.884	33.081.161
<b>Totaal lasten in verband met banktoezichtstaken</b>	<b>382.151.355</b>	<b>277.086.997</b>	<b>105.064.358</b>

De stijging van de SSM-lasten over 2016 is toe te schrijven aan de stijging in het aantal medewerkers van ECB-Banktoezicht, de verhuizing naar een nieuwe locatie en de statistische en IT-infrastructuur voor de uitvoering van de toezichtstaken.

## 26 Baten uit aandelen en deelnemingen

Deze post omvat het op de aandelen in de Bank voor Internationale Betalingen ontvangen dividend (zie toelichting 6.2, "Overige financiële activa").

## 27 Overige baten

In 2016 vloeiden de overige diverse baten voornamelijk voort uit de opgebouwde bijdragen van de nationale centrale banken van het eurogebied aan de door de ECB gemaakte kosten in verband met gezamenlijke projecten van het Eurosysteem.

## 28 Personeelskosten

De algehele stijging van de personeelskosten was het gevolg van een toename van het gemiddeld aantal medewerkers in dienst van de ECB. Deze stijging werd gedeeltelijk gecompenseerd door een daling van de nettolasten in verband met de uitkeringen na uitdiensttreding en overige langetermijnbeloningen.

Deze post omvat de salarissen, toelagen, personeelsverzekeringskosten en diverse andere kosten ten bedrage van € 349,5 miljoen (2015: € 306,4 miljoen). Onder deze post is tevens een bedrag van € 117,0 miljoen (2015: € 134,4 miljoen) opgenomen in verband met de pensioenregelingen van de ECB, overige uitkeringen na uitdiensttreding en overige langetermijnbeloningen (zie toelichting 12.3, "Diversen").

De salarissen en toelagen van de medewerkers, met inbegrip van de emolumenten van hogere managementfunctionarissen, zijn in grote lijnen gebaseerd op en vergelijkbaar met de beloningsregeling van de instellingen van de Europese Unie.

De leden van de Directie en de leden van de Raad van Toezicht die werkzaam zijn bij de ECB ontvangen een basissalaris, terwijl de bij de ECB werkzame deeltijdleden van de Raad van Toezicht een aanvullende beloning ontvangen op basis van het aantal bijgewoonde vergaderingen. Daarnaast ontvangen de leden van de Directie en de bij de ECB werkzame voltijdsleden van de Raad van Toezicht aanvullende toelagen voor huisvesting en representatie. In het geval van de President wordt in

plaats van een huisvestingstoelage een ambtswoning ter beschikking gesteld; deze woning is eigendom van de ECB. Overeenkomstig de arbeidsvoorwaarden voor de medewerkers van de Europese Centrale Bank hebben de leden van de Directie en de Raad van Toezicht, afhankelijk van hun individuele omstandigheden, recht op een huishoudtoelage, kindertoelage en onderwijstoelage. Op het salaris wordt een belasting ten gunste van de Europese Unie ingehouden, alsmede premies voor de pensioenregelingen en de ongevallen- en ziektekostenverzekering. Toelagen zijn onbelastbaar en maken geen deel uit van de pensioengrondslag.

In 2016 waren de basissalarissen van de leden van de Directie en de bij de ECB werkzame leden van de Raad van Toezicht (dat wil zeggen exclusief de vertegenwoordigers van de nationale toezichthouders) als volgt:<sup>52</sup>

	2016 €	2015 €
Mario Draghi (President)	389.760	385.860
Vitor Constâncio (Vice-President)	334.080	330.744
Peter Praet (lid van de Directie)	277.896	275.604
Benoît Cœuré (lid van de Directie)	277.896	275.604
Yves Mersch (lid van de Directie)	277.896	275.604
Sabine Lautenschläger (lid van de Directie)	277.896	275.604
<b>Totaal Directie</b>	<b>1.835.424</b>	<b>1.819.020</b>
<b>Totaal Raad van Toezicht (leden werkzaam bij de ECB)</b> <sup>53</sup>	<b>631.254</b>	<b>635.385</b>
waarvan:		
Danièle Nouy, Voorzitter van de Raad van Toezicht	277.896	275.604
<b>Totaal</b>	<b>2.466.678</b>	<b>2.454.405</b>

Bovendien ontvingen de deeltijdleden van de Raad van Toezicht een aanvullende beloning van € 343.341 (2015: € 352.256).

Het totaalbedrag van de aan de leden van de Directie en Raad van Toezicht betaalde toelagen en de bijdragen van de ECB aan hun ongevallen- en ziektekostenverzekering bedroeg € 807.475 (2015: € 625.021). De Raad van Bestuur heeft in december 2015 besloten dat de ECB aan medewerkers en leden van de Directie en de Raad van Toezicht die zelf de totale kosten van hun particuliere ziektekostenverzekering dragen, een bedrag zou betalen dat overeenkomt met de bijdrage van de ECB als de desbetreffende personen gebruik zouden maken van de ziektekostenregeling van de ECB. Daarbij werd bepaald dat deze regeling met terugwerkende kracht zou gelden voor ziektekostenverzekeringen vanaf 1 januari 2013. In verband hiermee wordt verwacht dat het bedrag van de betaalde toelagen en bijdragen in 2017 lager zal zijn dan in 2016.

Aan voormalige leden van de Directie en de Raad van Toezicht kunnen gedurende een beperkte periode na het einde van hun ambtsperiode overgangsbetalingen worden gedaan. In 2016 zijn dergelijke betalingen niet gedaan. Het totaalbedrag van

<sup>52</sup> De bedragen zijn brutobedragen, d.w.z. vóór aftrek van belasting ten gunste van de Europese Unie.

<sup>53</sup> Met uitzondering van Sabine Lautenschläger, wier salaris wordt gerapporteerd samen met de salarissen van de andere leden van de Directie.

de pensioenuitkeringen, met inbegrip van de bijbehorende toelagen, aan voormalige leden van de Directie en Raad van Toezicht of hun nabestaanden en de bijdragen aan hun ongevallen- en ziektekostenverzekering bedroeg € 834.668 (2015: € 783.113).

Eind 2016 bedroeg het werkelijke aantal medewerkers in voltijdsequivalenten onder contract bij de ECB 3.171<sup>54</sup>, waarvan 320 op managementniveau. Het aantal medewerkers heeft zich in 2016 als volgt ontwikkeld:

	2016	2015
Totaal aantal medewerkers op 1 januari (exclusief nieuwe starters op 1 januari)	2.871	2.577
Nieuwe medewerkers/wijziging van contractstatus	725	648
Uittredingen/afgelopen contracten	(380)	(299)
Nettoename/(-afname) als gevolg van wijzigingen in parttimewerkpatronen	(45)	(55)
<b>Totaal medewerkers per 31 december</b>	<b>3.171</b>	<b>2.871</b>
<b>Gemiddeld aantal medewerkers in dienst</b>	<b>3.007</b>	<b>2.722</b>

## 29 Beheerkosten

Deze kosten omvatten alle overige lopende kosten, in verband met huur en onderhoud van kantoorruimten, niet-investeringsgoederen en -inventaris, honoraria en overige diensten en kantoormiddelen, evenals de kosten van werving, verhuizing, installatie, opleiding en herhuisvesting van medewerkers.

## 30 Productiekosten bankbiljetten

Deze last komt voornamelijk voort uit het grensoverschrijdend vervoer van eurobankbiljetten tussen bankbiljettendrukkerijen en de nationale centrale banken voor de levering van nieuwe bankbiljetten, en tussen de nationale centrale banken voor het opheffen van tekorten vanuit overschotvoorraden. Deze kosten worden centraal door de ECB gedragen.

<sup>54</sup> Medewerkers met onbetaald verlof zijn niet inbegrepen. Dit aantal omvat medewerkers op een permanent contract, een contract met een vaste looptijd of een kortlopend contract en de deelnemers aan het Graduate Programme van de ECB. Ook medewerkers met zwangerschapsverlof of langdurig ziekteverlof zijn inbegrepen.

President and Governing Council  
of the European Central Bank  
Frankfurt am Main

8 February 2017

## Independent auditor's report

### *Opinion*

We have audited the financial statements of the European Central Bank, which comprise the balance sheet as at 31 December 2016, the profit and loss account for the year then ended, and a summary of significant accounting policies and other explanatory notes.

In our opinion, the accompanying financial statements of the European Central Bank give a true and fair view of the financial position of the European Central Bank as at 31 December 2016 and of the results of its operations for the year then ended, in accordance with the principles established by the Governing Council, which are laid down in Decision (EU) 2016/2247 of the ECB of 3 November 2016 on the annual accounts of the ECB (ECB/2016/35).

### *Basis for Opinion*

We conducted our audit in accordance with International Standards on Auditing (ISAs). Our responsibilities under those standards are further described in the Auditor's Responsibilities for the Audit of the Financial Statements section of our report. We are independent of the European Central Bank in accordance with the German ethical requirements that are relevant to our audit of the financial statements, which are consistent with the International Ethics Standards Board for Accountants' Code of Ethics for Professional Accountants (IESBA Code) and we have fulfilled our other ethical responsibilities in accordance with these requirements. We believe that the audit evidence we have obtained is sufficient and appropriate to provide a basis for our opinion.

### *Responsibilities of the European Central Bank's Executive Board and Those Charged with Governance for the Financial Statements*

The Executive Board is responsible for the preparation and fair presentation of the financial statements in accordance with the principles established by the Governing Council, which are laid down in Decision (EU) 2016/2247 of the ECB of 3 November 2016 on the annual accounts of the ECB (ECB/2016/35), and for such internal control as the Executive Board determines is necessary to enable the preparation of financial statements that are free from material misstatement, whether due to fraud or error.

In preparing the financial statements, the Executive Board is responsible for using the going concern basis of accounting in accordance with Article 4 of the applicable Decision (ECB/2016/35).

Those charged with governance are responsible for overseeing the European Central Bank's financial reporting process.

### *Auditor's Responsibilities for the Audit of the Financial Statements*

Our objectives are to obtain reasonable assurance about whether the financial statements as a whole are free from material misstatement, whether due to fraud or error, and to issue an auditor's report that includes our opinion. Reasonable assurance is a high level of assurance, but is not a guarantee that an audit conducted in accordance with ISAs will always detect a material misstatement when it exists. Misstatements can arise from fraud or error and are considered material if, individually or in the aggregate, they could reasonably be expected to influence the economic decisions of users taken on the basis of these financial statements.



As part of an audit in accordance with ISAs, we exercise professional judgment and maintain professional skepticism throughout the audit. We also:

- Identify and assess the risks of material misstatement of the financial statements, whether due to fraud or error, design and perform audit procedures responsive to those risks, and obtain audit evidence that is sufficient and appropriate to provide a basis for our opinion. The risk of not detecting a material misstatement resulting from fraud is higher than for one resulting from error, as fraud may involve collusion, forgery, intentional omissions, misrepresentations, or the override of internal control.
- Obtain an understanding of internal control relevant to the audit in order to design audit procedures that are appropriate in the circumstances, but not for the purpose of expressing an opinion on the effectiveness of the entity's internal control.
- Evaluate the appropriateness of accounting policies used and the reasonableness of accounting estimates and related disclosures made by management.
- Conclude on the appropriateness of management's use of the going concern basis of accounting and, based on the audit evidence obtained, whether a material uncertainty exists related to events or conditions that may cast significant doubt on the entity's ability to continue as a going concern. If we conclude that a material uncertainty exists, we are required to draw attention in our auditor's report to the related disclosures in the financial statements or, if such disclosures are inadequate, to modify our opinion. Our conclusions are based on the audit evidence obtained up to the date of our auditor's report.
- Evaluate the overall presentation, structure and content of the financial statements, including the disclosures, and whether the financial statements represent the underlying transactions and events in a manner that achieves fair presentation

We communicate with those charged with governance regarding, among other matters, the planned scope and timing of the audit and significant audit findings, including any significant deficiencies in internal control that we identify during our audit.

We also provide those charged with governance with a statement that we have complied with relevant ethical requirements regarding independence, and to communicate with them all relationships and other matters that may reasonably be thought to bear on our independence, and where applicable, related safeguards.

Yours sincerely,

Ernst & Young GmbH  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Claus-Peter Wagner  
Wirtschaftsprüfer



Victor Veger  
Certified Public Accountant

*Deze vertaling van de verklaring van de externe accountant van de ECB wordt door de ECB uitsluitend verschaft ter informatie. In geval van discrepantie geldt de Engelse versie ondertekend door EY.*

President en Raad van Bestuur  
van de Europese Centrale Bank  
Frankfurt am Main

8 februari 2017

Controleverklaring van de onafhankelijke accountant

#### *Oordeel*

Wij hebben de jaarrekening van de Europese Centrale Bank gecontroleerd. Deze jaarrekening bestaat uit de balans per 31 december 2016, de winst-en-verliesrekening over 2016, een overzicht van de belangrijke grondslagen voor financiële verslaggeving en andere toelichtingen.

Naar ons oordeel geeft de bijgaande jaarrekening van de Europese Centrale Bank een getrouw beeld van de financiële positie van de Europese Centrale Bank per 31 december 2016 en van het resultaat over 2016 in overeenstemming met de door de Raad van Bestuur vastgelegde grondslagen, die worden uiteengezet in Besluit ECB/2016/2247 van de ECB van 3 november 2016 betreffende de jaarrekening van de Europese Centrale Bank (ECB/2016/35).

#### *Basis voor ons oordeel*

Wij hebben onze controle uitgevoerd in overeenstemming met de 'International Standards on Auditing' (ISA's). Onze verantwoordelijkheden op grond hiervan zijn nader beschreven in de onderstaande sectie 'Onze verantwoordelijkheden voor de controle van de jaarrekening'. Wij zijn onafhankelijk van de Europese Centrale Bank zoals vereist op grond van de Duitse ethische voorschriften die relevant zijn voor onze controle van de jaarrekening, die in overeenstemming zijn met de 'International Ethics Standards Board for Accountants' Code of Ethics for Professional Accountants' (de IESBA-Code). Verder hebben wij onze overige ethische verantwoordelijkheden in overeenstemming met deze voorschriften vervuld. Wij zijn van mening dat de door ons verkregen controle-informatie voldoende en geschikt is om een onderbouwing voor ons oordeel te bieden.

#### *De verantwoordelijkheden van de Directie van de Europese Centrale Bank en van de met governance belaste personen ten aanzien van de jaarrekening*

De Directie is verantwoordelijk voor het opmaken en getrouw weergeven van de jaarrekening in overeenstemming met de door de Raad van Bestuur vastgelegde grondslagen, die worden uiteengezet in Besluit (EU) 2016/2247 van de ECB van 3 november 2016 betreffende de jaarrekening van de Europese Centrale Bank (ECB/2016/35), en voor een zodanige interne beheersing als de Directie noodzakelijk acht om het opmaken van de jaarrekening mogelijk te maken zonder afwijkingen van materieel belang als gevolg van fraude of fouten. Bij het opmaken van de jaarrekening is de Directie verantwoordelijk voor het hanteren van het continuïteitsbeginsel overeenkomstig Artikel 4 van het toepasselijke Besluit (ECB/2016/35).

De met governance belaste personen zijn verantwoordelijk voor het toezicht op het financiële verslaggevingsproces van de Europese Centrale Bank.

#### *Onze verantwoordelijkheden voor de controle van de jaarrekening*

Onze doelstellingen zijn het verkrijgen van redelijke zekerheid dat de jaarrekening als geheel geen afwijkingen van materieel belang als gevolg van fraude of fouten bevat en het afgeven van een controleverklaring waarin ons oordeel is opgenomen. Redelijke zekerheid betekent een hoge mate van zekerheid, maar is geen garantie dat een conform de ISA's uitgevoerde controle te allen tijde eventuele afwijkingen van materieel belang zal ontdekken. Afwijkingen kunnen ontstaan als gevolg van fraude of fouten en zijn van materieel belang indien redelijkerwijs kan worden verwacht dat deze, afzonderlijk of gezamenlijk, van invloed kunnen zijn op de economische beslissingen die gebruikers op basis van deze jaarrekening nemen.

In het kader van een controle in overeenstemming met de ISA's passen wij bij de gehele controle professionele oordeelsvorming toe en hebben wij de controle professioneel kritisch uitgevoerd. Onze controle bestond onder meer uit:

- het identificeren en inschatten van de risico's dat de jaarrekening afwijkingen van materieel belang bevat als gevolg van fraude of fouten, het in reactie op deze risico's bepalen en uitvoeren van controlewerkzaamheden en het verkrijgen van controle-

informatie die voldoende en geschikt is als basis voor ons oordeel. Bij fraude is het risico dat een afwijking van materieel belang niet ontdekt wordt groter dan bij fouten. Bij fraude kan sprake zijn van samenspanning, valsheid in geschrifte, het opzettelijk nalaten transacties vast te leggen, het opzettelijk verkeerd voorstellen van zaken of het doorbreken van de interne beheersing.

- het verkrijgen van inzicht in de interne beheersing die relevant is voor de controle met als doel controlewerkzaamheden te selecteren die passend zijn in de omstandigheden. Deze hebben niet als doel om een oordeel uit te spreken over de effectiviteit van de interne beheersing van de entiteit.
- het evalueren van de geschiktheid van de gebruikte grondslagen voor financiële verslaggeving en het evalueren van de redelijkheid van schattingen door de Directie en de toelichtingen die daarover in de jaarrekening staan.
- het vaststellen dat het door de Directie gehanteerde continuïteitsbeginsel aanvaardbaar is. Tevens het op basis van de verkregen controle-informatie vaststellen of er gebeurtenissen en omstandigheden zijn waardoor gerede twijfel zou kunnen bestaan of de entiteit haar activiteiten in continuïteit kan voortzetten. Als wij concluderen dat er een onzekerheid van materieel belang bestaat, zijn wij verplicht om aandacht in onze controleverklaring te vestigen op de relevante gerelateerde toelichtingen in de jaarrekening. Als de toelichtingen inadequaat zijn, moeten wij onze verklaring aanpassen. Onze conclusies zijn gebaseerd op de controle-informatie die verkregen is tot de datum van onze controleverklaring.
- het evalueren van de algehele presentatie, structuur en inhoud van de jaarrekening en de daarin opgenomen toelichtingen, en het evalueren of de jaarrekening een getrouw beeld geeft van de onderliggende transacties en gebeurtenissen.

Wij communiceren met de met governance belaste personen onder meer over de geplande reikwijdte en timing van de controle en over significante bevindingen die uit onze controle naar voren zijn gekomen, waaronder eventuele door ons vastgestelde significante tekortkomingen in de interne beheersing.

Wij bevestigen aan de met governance belaste personen dat wij de relevante ethische voorschriften over onafhankelijkheid hebben nageleefd. Wij communiceren ook met de met governance belaste personen over alle relaties en andere aangelegenheden die redelijkerwijs onze onafhankelijkheid kunnen beïnvloeden en, in voorkomende gevallen, over de daarmee verband houdende maatregelen om onze onafhankelijkheid te waarborgen.

Hoogachtend,

Ernst & Young GmbH  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Claus-Peter Wagner  
Wirtschaftsprüfer

Victor Veger  
Certified Public Accountant

## Toelichting op de verdeling van winst/toedeling van verliezen

*Deze toelichting maakt geen deel uit van de jaarrekening van de ECB over het jaar 2016.*

Krachtens Artikel 33 van de Statuten van het ESCB wordt de nettowinst van de ECB in de onderstaande volgorde verdeeld:

- (a) een door de Raad van Bestuur vast te stellen bedrag dat niet meer dan 20% van de nettowinst mag bedragen, wordt naar het algemeen reservefonds overgebracht, met een maximum van 100% van het kapitaal; en
- (b) de resterende nettowinst wordt naar rato van hun gestorte aandelen onder de aandeelhouders van de ECB verdeeld.<sup>55</sup>

In geval van een verlies van de ECB wordt het tekort gedekt uit het algemeen reservefonds van de ECB en, indien nodig, bij besluit van de Raad van Bestuur, uit de monetaire inkomsten van het betrokken boekjaar, naar rato en ten belope van de bedragen die overeenkomstig Artikel 32.5 van de Statuten van het ESCB aan de nationale centrale banken zijn toegeedeeld.<sup>56</sup>

De nettowinst van de ECB over 2016 bedroeg € 1.193,1 miljoen. Overeenkomstig een besluit daartoe van de Raad van Bestuur is er op 31 januari 2017 een tussentijdse winstverdeling ten bedrage van € 966,2 miljoen uitbetaald aan de nationale centrale banken van het eurogebied. Daarnaast heeft de Raad van Bestuur besloten de resterende winst van € 226,9 miljoen onder de nationale centrale banken van het eurogebied te verdelen.

	2016 €	2015 €
Winst over het boekjaar	1.193.108.250	1.081.790.763
Tussentijdse winstverdeling	(966.234.559)	(812.134.494)
Winst na de tussentijdse winstverdeling	226.873.691	269.656.269
Verdeling van de resterende winst	(226.873.691)	(269.656.269)
<b>Totaal</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

<sup>55</sup> Nationale centrale banken buiten het eurogebied hebben geen recht op een aandeel in de te verdelen winst van de ECB, noch hoeven zij eventuele verliezen van de ECB te financieren.

<sup>56</sup> Krachtens Artikel 32.5 van de Statuten van het ESCB wordt de som van de monetaire inkomsten van de nationale centrale banken aan de nationale centrale banken toegeedeeld naar rato van hun gestorte aandelen in het kapitaal van de ECB.

# Geconsolideerde balans van het Eurosysteem per 31 december 2016<sup>1</sup>

(in EUR miljoenen)<sup>2</sup>

ACTIVA	31 december 2016	31 december 2015
<b>1 Goud en goudvorderingen</b>	<b>382.061</b>	<b>338.713</b>
<b>2 Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta</b>	<b>327.854</b>	<b>307.243</b>
2.1 Vorderingen op het IMF	78.752	80.384
2.2 Tegoeden bij banken en beleggingen in effecten, externe leningen en overige externe activa	249.102	226.860
<b>3 Vorderingen op ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta</b>	<b>30.719</b>	<b>31.110</b>
<b>4 Vorderingen op niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro</b>	<b>19.082</b>	<b>20.242</b>
4.1 Tegoeden bij banken, beleggingen in effecten en leningen	19.082	20.242
4.2 Vorderingen uit hoofde van de ERM II-kredietfaciliteit	0	0
<b>5 Kredietverlening aan kredietinstellingen in het eurogebied in verband met in euro luidende monetairbeleidstransacties</b>	<b>595.873</b>	<b>558.989</b>
5.1 Basisherfinancieringstransacties	39.131	88.978
5.2 Langerlopende herfinancieringstransacties	556.570	469.543
5.3 Finetuningtransacties met wederinkoop	0	0
5.4 Structurele transacties met wederinkoop	0	0
5.5 Marginale beleningsfaciliteit	172	468
5.6 Kredieten uit hoofde van margestortingen	0	0
<b>6 Overige vorderingen op kredietinstellingen in het eurogebied, luidende in euro</b>	<b>69.104</b>	<b>107.864</b>
<b>7 Effecten uitgegeven door ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro</b>	<b>1.974.899</b>	<b>1.161.004</b>
7.1 Voor monetairbeleidsdoeleinden aangehouden effecten	1.654.026	803.135
7.2 Overige effecten	320.873	357.869
<b>8 Overheidsschuld, luidende in euro</b>	<b>26.460</b>	<b>25.145</b>
<b>9 Overige activa</b>	<b>236.847</b>	<b>230.236</b>
<b>Totaal activa</b>	<b>3.662.901</b>	<b>2.780.546</b>

<sup>1</sup> Gebaseerd op voorlopige, niet door de accountant gecontroleerde gegevens. De jaarrekeningen van alle nationale centrale banken worden eind mei 2017 afgerond en de definitieve geconsolideerde jaarbalans van het Eurosysteem zal daarna worden gepubliceerd.

<sup>2</sup> Totalen/subtotalen kunnen door afronding enigszins verschillen.

PASSIVA	31 december 2016	31 december 2015
<b>1 Bankbiljetten in omloop</b>	<b>1.126.216</b>	<b>1.083.539</b>
<b>2 Verplichtingen aan kredietinstellingen in het eurogebied in verband met in euro luidende monetairbeleidstransacties</b>	<b>1.313.264</b>	<b>768.419</b>
2.1 Rekeningen-courant (met inbegrip van reserveverplichtingen)	888.988	555.864
2.2 Depositofaciliteit	424.208	212.415
2.3 Termijndeposito's	0	0
2.4 Finetuningtransacties met wederinkoop	0	0
2.5 Deposito's uit hoofde van margestortingen	69	140
<b>3 Overige verplichtingen aan kredietinstellingen in het eurogebied, luidende in euro</b>	<b>9.427</b>	<b>5.200</b>
<b>4 Uitgegeven schuldbewijzen</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>5 Verplichtingen aan overige ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro</b>	<b>220.760</b>	<b>141.805</b>
5.1 Overheid	114.880	59.295
5.2 Overige verplichtingen	105.880	82.510
<b>6 Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in euro</b>	<b>205.678</b>	<b>54.529</b>
<b>7 Verplichtingen aan ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta</b>	<b>3.644</b>	<b>2.803</b>
<b>8 Verplichtingen aan niet-ingezetenen van het eurogebied, luidende in vreemde valuta</b>	<b>9.301</b>	<b>3.677</b>
8.1 Deposito's, tegoeden en overige verplichtingen	9.301	3.677
8.2 Verplichtingen uit hoofde van de ERM II-kredietfaciliteit	0	0
<b>9 Tegenwaarde van toegewezen bijzondere trekkingsrechten in het IMF</b>	<b>59.263</b>	<b>59.179</b>
<b>10 Overige passiva</b>	<b>221.402</b>	<b>217.492</b>
<b>11 Herwaarderingsrekeningen</b>	<b>394.418</b>	<b>345.703</b>
<b>12 Kapitaal en reserves</b>	<b>99.527</b>	<b>98.199</b>
<b>Totaal passiva</b>	<b>3.662.901</b>	<b>2.780.546</b>

## Statistical section

1. Financial and monetary developments	S2
2. Economic activity	S14
3. Prices and costs	S28
4. Exchange rates and balance of payments	S35
5. Fiscal developments	S40

## Further information

ECB statistics:	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/">http://sdw.ecb.europa.eu/</a>
Methodological definitions can be found in the General Notes to the Statistics Bulletin:	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023">http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023</a>
Details on calculations can be found in the Technical Notes to the Statistics Bulletin:	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022">http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022</a>
Explanations of terms and abbreviations can be found in the ECB's statistics glossary:	<a href="http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html">http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html</a>

## Specific methodological note

Multi-annual averages of growth rates are calculated using the geometric mean. For all the other indicators included in this section, the multi-annual averages are computed using the arithmetic mean.

## Cut-off date for the Statistical section

The cut-off date for the statistics included in the Statistical section was 15 March 2017.

## Conventions used in the table

---

- data do not exist/data are not applicable	(p) provisional
. data are not yet available	s.a. seasonally adjusted
... nil or negligible	n.s.a. non-seasonally adjusted

# 1 Financial and monetary developments

## 1.1 Key ECB interest rates

(levels in percentages per annum; changes in percentage points)

With effect from: <sup>1)</sup>	Deposit facility		Main refinancing operations			Marginal lending facility	
			Fixed rate tenders	Variable rate tenders			
	Level	Change	Fixed rate	Minimum bid rate	Change	Level	Change
			Level	Level			
1	2	3	4	5	6	7	
1999 1 Jan.	2.00	-	3.00	-	-	4.50	-
4 Jan. <sup>2)</sup>	2.75	0.75	3.00	-	...	3.25	-1.25
22 Jan.	2.00	-0.75	3.00	-	...	4.50	1.25
9 Apr.	1.50	-0.50	2.50	-	-0.50	3.50	-1.00
5 Nov.	2.00	0.50	3.00	-	0.50	4.00	0.50
2000 4 Feb.	2.25	0.25	3.25	-	0.25	4.25	0.25
17 Mar.	2.50	0.25	3.50	-	0.25	4.50	0.25
28 Apr.	2.75	0.25	3.75	-	0.25	4.75	0.25
9 June	3.25	0.50	4.25	-	0.50	5.25	0.50
28 June <sup>3)</sup>	3.25	...	-	4.25	...	5.25	...
1 Sep.	3.50	0.25	-	4.50	0.25	5.50	0.25
6 Oct.	3.75	0.25	-	4.75	0.25	5.75	0.25
2001 11 May	3.50	-0.25	-	4.50	-0.25	5.50	-0.25
31 Aug.	3.25	-0.25	-	4.25	-0.25	5.25	-0.25
18 Sep.	2.75	-0.50	-	3.75	-0.50	4.75	-0.50
9 Nov.	2.25	-0.50	-	3.25	-0.50	4.25	-0.50
2002 6 Dec.	1.75	-0.50	-	2.75	-0.50	3.75	-0.50
2003 7 Mar.	1.50	-0.25	-	2.50	-0.25	3.50	-0.25
6 June	1.00	-0.50	-	2.00	-0.50	3.00	-0.50
2005 6 Dec.	1.25	0.25	-	2.25	0.25	3.25	0.25
2006 8 Mar.	1.50	0.25	-	2.50	0.25	3.50	0.25
15 June	1.75	0.25	-	2.75	0.25	3.75	0.25
9 Aug.	2.00	0.25	-	3.00	0.25	4.00	0.25
11 Oct.	2.25	0.25	-	3.25	0.25	4.25	0.25
13 Dec.	2.50	0.25	-	3.50	0.25	4.50	0.25
2007 14 Mar.	2.75	0.25	-	3.75	0.25	4.75	0.25
13 June	3.00	0.25	-	4.00	0.25	5.00	0.25
2008 9 July	3.25	0.25	-	4.25	0.25	5.25	0.25
8 Oct.	2.75	-0.50	-	-	-	4.75	-0.50
9 Oct. <sup>4)</sup>	3.25	0.50	-	-	-	4.25	-0.50
15 Oct. <sup>5)</sup>	3.25	...	3.75	-	-0.50	4.25	...
12 Nov.	2.75	-0.50	3.25	-	-0.50	3.75	-0.50
10 Dec.	2.00	-0.75	2.50	-	-0.75	3.00	-0.75
2009 21 Jan.	1.00	-1.00	2.00	-	-0.50	3.00	...
11 Mar.	0.50	-0.50	1.50	-	-0.50	2.50	-0.50
8 Apr.	0.25	-0.25	1.25	-	-0.25	2.25	-0.25
13 May	0.25	...	1.00	-	-0.25	1.75	-0.50
2011 13 Apr.	0.50	0.25	1.25	-	0.25	2.00	0.25
13 July	0.75	0.25	1.50	-	0.25	2.25	0.25
9 Nov.	0.50	-0.25	1.25	-	-0.25	2.00	-0.25
14 Dec.	0.25	-0.25	1.00	-	-0.25	1.75	-0.25
2012 11 July	0.00	-0.25	0.75	-	-0.25	1.50	-0.25
2013 8 May	0.00	...	0.50	-	-0.25	1.00	-0.50
13 Nov.	0.00	...	0.25	-	-0.25	0.75	-0.25
2014 11 June	-0.10	-0.10	0.15	-	-0.10	0.40	-0.35
10 Sep.	-0.20	-0.10	0.05	-	-0.10	0.30	-0.10
2015 9 Dec.	-0.30	-0.10	0.05	-	...	0.30	...
2016 16 Mar.	-0.40	-0.10	0.00	-	-0.05	0.25	-0.05

Source: ECB.

- 1) From 1 January 1999 to 9 March 2004, the date refers to the deposit and marginal lending facilities. For main refinancing operations, changes in the rate are effective from the first operation following the date indicated. The change on 18 September 2001 was effective on that same day. From 10 March 2004 the date refers both to the deposit and marginal lending facilities, and to the main refinancing operations (with changes effective from the first main refinancing operation following the Governing Council decision), unless otherwise indicated.
- 2) On 22 December 1998 the ECB announced that, as an exceptional measure between 4 and 21 January 1999, a narrow corridor of 50 basis points would be applied between the interest rates for the marginal lending facility and the deposit facility, aimed at facilitating the transition to the new monetary regime by market participants.
- 3) On 8 June 2000 the ECB announced that, starting from the operation to be settled on 28 June 2000, the main refinancing operations of the Eurosystem would be conducted as variable rate tenders. The minimum bid rate refers to the minimum interest rate at which counterparties may place their bids.
- 4) As of 9 October 2008 the ECB reduced the standing facilities corridor from 200 basis points to 100 basis points around the interest rate on the main refinancing operations. The standing facilities corridor was restored to 200 basis points as of 21 January 2009.
- 5) On 8 October 2008 the ECB announced that, starting from the operation to be settled on 15 October, the weekly main refinancing operations would be carried out through a fixed rate tender procedure with full allotment at the interest rate on the main refinancing operations. This change overrode the previous decision (made on the same day) to cut by 50 basis points the minimum bid rate on the main refinancing operations conducted as variable rate tenders.



# 1 Financial and monetary developments

## 1.2 Eurosystem monetary policy operations allotted through tender procedures <sup>1)</sup>

(EUR millions; interest rates in percentages per annum)

### 1.2.1 Main and longer-term refinancing operations <sup>2), 3)</sup>

Date of settlement	Bids (amount)	Number of participants	Allotment (amount)	Fixed rate tender procedures	Variable rate tender procedures			Running for (...) days
				Fixed rate	Minimum bid rate	Marginal rate <sup>4)</sup>	Weighted average rate	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Main refinancing operations								
2016 26 Oct.	36,027	77	36,027	0.00	-	-	-	6
1 Nov.	32,728	59	32,728	0.00	-	-	-	8
9 Nov.	31,449	69	31,449	0.00	-	-	-	7
16 Nov.	32,639	72	32,639	0.00	-	-	-	7
23 Nov.	33,719	79	33,719	0.00	-	-	-	7
30 Nov.	35,952	86	35,952	0.00	-	-	-	7
7 Dec.	35,762	77	35,762	0.00	-	-	-	7
14 Dec.	36,822	76	36,822	0.00	-	-	-	7
21 Dec.	32,877	53	32,877	0.00	-	-	-	7
28 Dec.	39,131	74	39,131	0.00	-	-	-	7
Longer-term refinancing operations <sup>5)</sup>								
2016 29 June <sup>6)</sup>	399,289	514	399,289	0.00	-	-	-	1,456
30 June	7,726	55	7,726	0.00	-	-	-	91
28 July	7,010	70	7,010	0.00	-	-	-	91
1 Sep.	5,015	58	5,015	0.00	-	-	-	91
28 Sep. <sup>6)</sup>	45,270	249	45,270	0.00	-	-	-	1,463
29 Sep.	4,570	40	4,570	0.00	-	-	-	84
27 Oct.	5,427	55	5,427	0.00	-	-	-	91
1 Dec.	3,270	46	3,270	0.00	-	-	-	84
21 Dec. <sup>6)</sup>	62,161	200	62,161	0.00	-	-	-	1,456
22 Dec. <sup>7)</sup>	2,671	36	2,671	-	-	-	-	98

Source: ECB.

1) Only the 10 last operations until the end of 2016 are displayed in each category.

2) With effect from April 2002, split tender operations (i.e. operations with a one-week maturity conducted as standard tender procedures in parallel with a main refinancing operation) are classified as main refinancing operations.

3) On 8 June 2000 the ECB announced that, starting from the operation to be settled on 28 June 2000, the main refinancing operations of the Eurosystem would be conducted as variable rate tender procedures. The minimum bid rate refers to the minimum interest rate at which counterparties may place their bids. On 8 October 2008 the ECB announced that, starting from the operation to be settled on 15 October 2008, the weekly main refinancing operations would be carried out through a fixed rate tender procedure with full allotment at the interest rate on the main refinancing operations. On 4 March 2010 the ECB decided to return to variable rate tender procedures in the regular three-month longer-term refinancing operations, starting with the operation to be allotted on 28 April 2010 and settled on 29 April 2010.

4) In liquidity-providing (absorbing) operations, the marginal rate refers to the lowest (highest) rate at which bids were accepted.

5) For the operations settled on 22 December 2011 and 1 March 2012, after one year counterparties have the option to repay any part of the liquidity that they have been allotted in these operations, on any day that coincides with the settlement day of a main refinancing operation.

6) Targeted longer-term refinancing operation. Further information can be found in the "Monetary Policy" section of the ECB's website (<https://www.ecb.europa.eu>) under "Instruments" then "Open market operations".

7) In this longer-term refinancing operation, the rate at which all bids are satisfied is indexed to the average minimum bid rate in the main refinancing operations over the life of the operation. The interest rates displayed for these indexed longer-term refinancing operations have been rounded to two decimal places. For the precise calculation method, please refer to the Technical Notes.

### 1.2.2 Other tender operations

Date of settlement	Type of operation	Bids (amount)	Number of participants	Allotment (amount)	Fixed rate tender procedures	Variable rate tender procedures			Running for (...) days		
					Fixed rate	Minimum bid rate	Maximum bid rate	Marginal rate <sup>2)</sup>		Weighted average rate	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2014 9 Apr.	Collection of fixed-term deposits	192,515	156	172,500	-	-	0.25	0.24	0.22	7	
16 Apr.	Collection of fixed-term deposits	153,364	139	153,364	-	-	0.25	0.25	0.23	7	
23 Apr.	Collection of fixed-term deposits	166,780	139	166,780	-	-	0.25	0.25	0.23	7	
30 Apr.	Collection of fixed-term deposits	103,946	121	103,946	-	-	0.25	0.25	0.24	7	
7 May	Collection of fixed-term deposits	165,533	158	165,533	-	-	0.25	0.25	0.23	7	
14 May	Collection of fixed-term deposits	144,281	141	144,281	-	-	0.25	0.25	0.24	7	
21 May	Collection of fixed-term deposits	137,465	148	137,465	-	-	0.25	0.25	0.24	7	
28 May	Collection of fixed-term deposits	102,878	119	102,878	-	-	0.25	0.25	0.25	7	
4 June	Collection of fixed-term deposits	119,200	140	119,200	-	-	0.25	0.25	0.24	7	
11 June	Collection of fixed-term deposits	108,650	122	108,650	-	-	0.15	0.15	0.13	7	

Source: ECB.

1) Only the 10 last operations until the end of 2016 are displayed in each category.

2) In liquidity-providing (absorbing) operations, the marginal rate refers to the lowest (highest) rate at which bids were accepted.

# 1 Financial and monetary developments

## 1.3 Long-term government bond yields

(percentages per annum; period averages)

	1999-2016 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	3.6	4.5	2.5	2.4	1.7	0.8	0.5
Germany	3.1	4.3	1.7	1.6	1.2	0.5	0.1
Estonia <sup>2)</sup>	.	.	.	.	.	.	.
Ireland	4.4	4.4	4.4	3.8	2.4	1.2	0.7
Greece	7.5	4.8	11.0	10.1	6.9	9.7	8.4
Spain	4.1	4.4	3.7	4.6	2.7	1.7	1.4
France	3.4	4.4	2.2	2.2	1.7	0.8	0.5
Italy	4.2	4.6	3.7	4.3	2.9	1.7	1.5
Cyprus	5.3	5.3	5.3	6.5	6.0	4.5	3.8
Latvia	5.2	5.3	5.1	3.3	2.5	1.0	0.5
Lithuania	5.0	5.2	4.8	3.8	2.8	1.4	0.9
Luxembourg	3.1	4.1	2.0	1.9	1.3	0.4	0.3
Malta	4.1	5.0	3.2	3.4	2.6	1.5	0.9
Netherlands	3.3	4.4	2.0	2.0	1.5	0.7	0.3
Austria	3.4	4.4	2.2	2.0	1.5	0.7	0.4
Portugal	5.1	4.5	5.8	6.3	3.8	2.4	3.2
Slovenia	4.5	5.1	3.9	5.8	3.3	1.7	1.1
Slovakia	4.2	5.3	3.0	3.2	2.1	0.9	0.5
Finland	3.3	4.4	2.0	1.9	1.4	0.7	0.4
<b>Euro area</b>	<b>3.7</b>	<b>4.4</b>	<b>2.9</b>	<b>3.0</b>	<b>2.0</b>	<b>1.2</b>	<b>0.9</b>
Bulgaria	4.6	5.0	4.3	3.5	3.3	2.5	2.3
Czech Republic	3.5	4.6	2.5	2.1	1.6	0.6	0.4
Denmark	3.3	4.5	1.8	1.7	1.3	0.7	0.3
Croatia	5.3	5.1	5.3	4.7	4.1	3.6	3.5
Hungary	6.7	7.3	6.2	5.9	4.8	3.4	3.1
Poland	5.6	6.6	4.5	4.0	3.5	2.7	3.0
Romania	6.4	7.3	6.0	5.4	4.5	3.5	3.3
Sweden	3.4	4.5	1.9	2.1	1.7	0.7	0.5
United Kingdom	3.7	4.8	2.3	2.0	2.1	1.8	1.2
<b>European Union</b>	<b>3.8</b>	<b>4.6</b>	<b>2.9</b>	<b>3.0</b>	<b>2.2</b>	<b>1.4</b>	<b>1.1</b>
United States	3.7	4.7	2.5	2.3	2.5	2.1	1.8
Japan	1.2	1.5	0.8	0.7	0.6	0.4	0.0

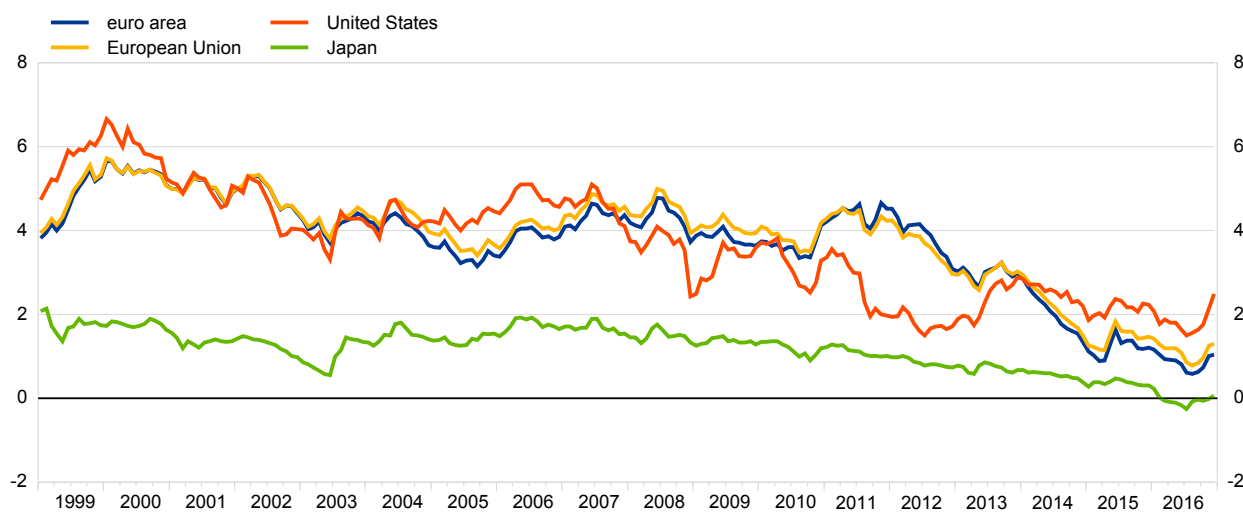
Source: ECB calculations based on daily data from national central banks. Thomson Reuters data for the United States and Japan.

1) Data for Cyprus, Latvia, Lithuania, Malta, Slovenia, Slovakia, Czech Republic, Hungary and Poland available since January 2001. Data for Bulgaria available since January 2003; for Romania since April 2005; and for Croatia since December 2005.

2) There are no Estonian sovereign debt securities that comply with the definition of long-term interest rates for convergence purposes. No suitable proxy indicator has been identified.

Chart 1.3 Long-term government bond yields <sup>1)</sup>

(percentages per annum; monthly averages)



Source: ECB calculations based on daily data from national central banks. Thomson Reuters data for the United States and Japan.

1) Data for Cyprus, Latvia, Lithuania, Malta, Slovenia, Slovakia, Czech Republic, Hungary and Poland available since January 2001. Data for Bulgaria available since January 2003; for Romania since April 2005; and for Croatia since December 2005.

# 1 Financial and monetary developments

## 1.4 Selected stock market indices

(percentage changes)

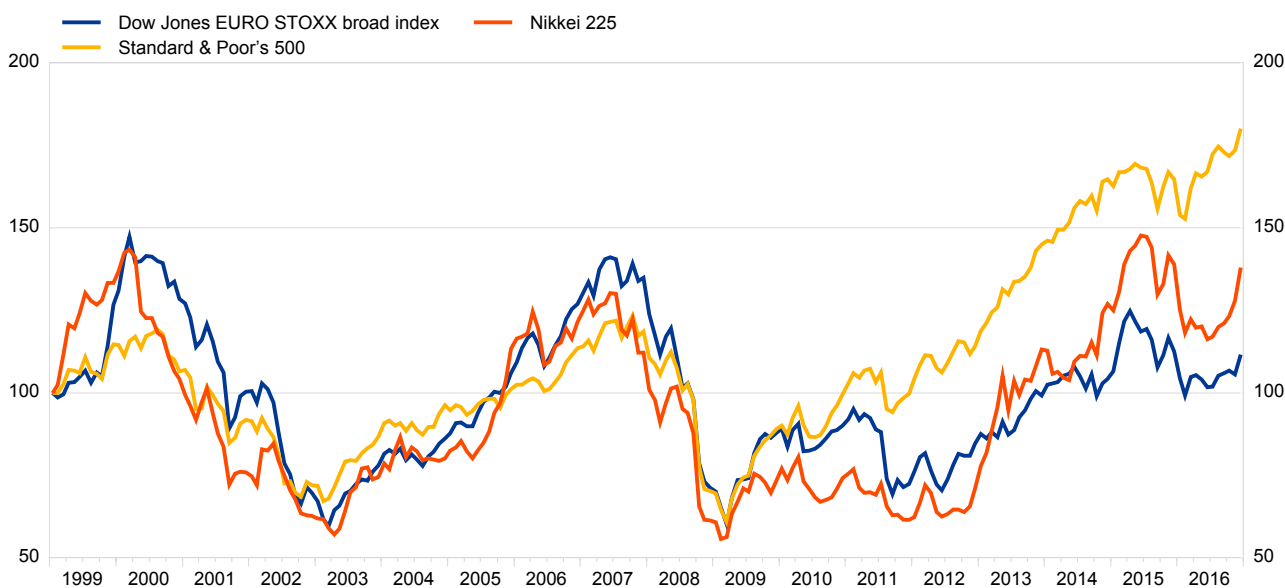
	1999-2016 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium - BEL 20 Index	8.0	-42.9	43.6	18.1	12.4	12.6	-2.5
Germany - DAX 30 Index	65.0	-30.9	92.7	25.5	2.7	9.6	6.9
Estonia - OMXT Index	756.9	119.0	165.8	11.4	-7.7	19.1	19.6
Ireland - ISEQ Index	29.9	-53.3	119.1	33.6	15.1	30.0	-4.0
Greece - ASE Index	-88.7	-68.7	-70.7	28.1	-28.9	-23.6	1.9
Spain - IBEX 35 Index	-19.7	-21.0	-21.7	21.4	3.7	-7.2	-2.0
France - CAC 40 Index	-18.4	-46.0	23.5	18.0	-0.5	8.5	4.9
Italy - FTSEMIB Index	-54.9	-54.3	-17.3	16.6	0.2	12.7	-10.2
Cyprus - CSE Index	-93.4	9.4	-95.8	-10.1	-17.0	-20.9	-2.0
Latvia - OMXR Index	371.0	74.1	163.1	16.2	-11.3	45.7	23.5
Lithuania - OMXV Index	458.5	79.3	113.4	18.7	7.3	7.4	14.9
Luxembourg - LuxX Index	19.5	-29.8	21.7	16.1	4.9	-8.5	20.0
Malta - MSE Index	34.5	-6.8	33.8	14.8	-9.6	33.0	4.5
Netherlands - AEX Index	-28.0	-63.4	44.1	17.2	5.6	4.1	9.4
Austria - ATX Index	118.6	46.2	4.9	6.1	-15.2	11.0	9.2
Portugal - PSI 20 Index	-60.9	-47.0	-44.7	16.0	-26.8	10.7	-11.9
Slovenia - SBITOP Index	-51.3	-42.0	-27.0	3.2	19.6	-11.2	3.1
Slovakia - SAX Index	313.4	366.0	19.3	2.9	12.4	31.5	9.0
Finland - OMXH Index	-38.9	-62.9	37.9	26.5	5.7	10.8	3.6
Euro area - DJ EURO STOXX Broad Index	-15.9	-46.5	27.5	20.5	1.7	8.0	1.5
Bulgaria - SOFIX Index	449.5	236.0	37.3	42.3	6.2	-11.7	27.2
Czech Republic - PX 50 Index	88.2	75.3	-17.5	-4.8	-4.3	1.0	-3.6
Denmark - OMXC 20 Index	245.7	-3.1	162.5	24.1	20.9	36.2	-12.8
Croatia - CROBEX Index	70.1	46.9	-0.5	3.1	-2.7	-3.2	18.1
Hungary - BUX Index	262.9	38.8	50.8	2.2	-10.4	43.8	33.8
Poland - WIG Index	186.2	50.6	29.4	8.1	0.3	-9.6	11.4
Romania - BET Index	1,479.6	546.8	51.0	26.1	9.1	-1.1	1.2
Sweden - OMXS 30 Index	26.5	-44.8	59.4	20.7	9.9	-1.2	4.9
United Kingdom - FTSE 100 Index	3.1	-36.0	32.0	14.4	-2.7	-4.9	14.4
United States - S&P 500 Index	52.4	-38.5	100.8	29.6	11.4	-0.7	9.5
Japan - Nikkei 225 Index	1.0	-53.2	81.2	56.7	7.1	9.1	0.4

Source: ECB calculations based on Thomson Reuters Datastream and Bloomberg daily data.

1) Data for Latvia and Bulgaria available since 2000; for Croatia since 2002; for Cyprus since 2004; and for Slovenia since 2007.

Chart 1.4 Dow Jones EURO STOXX broad index, Standard & Poor's 500 and Nikkei 225

(index: January 1999 = 100; monthly averages)



Source: ECB calculations based on Thomson Reuters Datastream and Bloomberg daily data.

# 1 Financial and monetary developments

## 1.5 Money markets: 3-month interbank offered rates <sup>1)</sup>

(percentages per annum; period averages)

	1999-2016 <sup>2)</sup>	1999-2008 <sup>2)</sup>	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Euro area - EURIBOR	2.09	3.35	0.52	0.22	0.21	-0.02	-0.26
Bulgaria - SOFIBOR	3.19	4.57	2.31	1.14	0.78	0.54	0.15
Czech Republic - PRIBOR	2.45	3.70	0.89	0.46	0.36	0.31	0.29
Denmark - CIBOR	2.36	3.64	0.76	0.27	0.31	-0.12	-0.15
Croatia - ZIBOR	5.44	7.54	2.81	1.52	0.97	1.23	0.85
Hungary - BUBOR	7.42	9.70	4.58	4.32	2.41	1.61	0.99
Poland - WIBOR	6.55	9.11	3.35	3.03	2.52	1.75	1.70
Romania - ROBOR	15.46	24.65	4.82	4.23	2.54	1.33	0.78
Sweden - STIBOR	2.33	3.44	0.93	1.19	0.66	-0.19	-0.49
United Kingdom - LIBOR	2.08	3.35	0.48	0.15	0.18	-0.02	-0.28
United States - LIBOR	2.26	3.73	0.42	0.27	0.23	0.32	0.74
Japan - LIBOR	0.24	0.29	0.18	0.15	0.13	0.09	-0.02

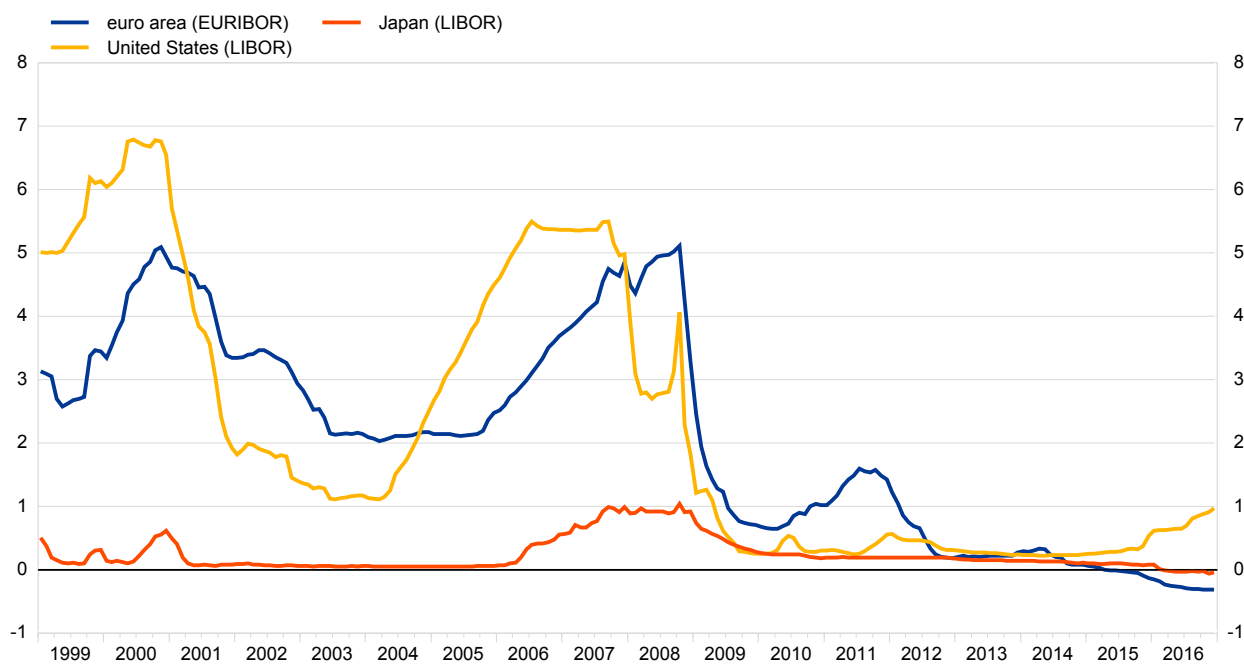
Source: ECB calculations based on Thomson Reuters and Thomson Reuters Datastream daily data.

1) Interbank offered rates for the currency of each reference area.

2) Data for Bulgaria available since 2003.

### Chart 1.5 Money markets: 3-month interbank offered rates

(percentages per annum; monthly averages)



Source: ECB calculation based on Thomson Reuters daily data.

# 1 Financial and monetary developments

## 1.6 Composite cost of borrowing

(percentages per annum; new business; period averages)

### 1.6.1 Non-financial corporations <sup>1)</sup>

	2003-2016	2003-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	3.13	4.24	2.30	2.28	2.26	1.98	1.77
Germany	3.62	4.75	2.78	2.57	2.48	2.09	1.88
Estonia	-	-	3.61	3.16	2.97	2.51	2.49
Ireland	4.16	5.10	3.46	3.60	3.69	3.06	2.80
Greece	5.71	5.78	5.66	6.25	5.83	5.13	4.92
Spain	3.58	4.21	3.10	3.58	3.36	2.61	2.12
France	3.10	4.11	2.33	2.18	2.11	1.74	1.60
Italy	4.00	4.90	3.34	4.00	3.56	2.67	2.15
Cyprus	-	-	5.92	6.30	5.82	4.78	4.19
Latvia	-	-	-	-	3.51	3.33	2.87
Lithuania	-	-	-	-	-	2.50	2.32
Luxembourg	2.88	4.03	2.02	1.77	1.65	1.56	1.34
Malta	-	-	4.39	4.48	4.26	3.94	3.47
Netherlands	3.21	4.30	2.39	2.36	2.32	1.84	1.48
Austria	3.08	4.26	2.20	2.01	1.97	1.82	1.71
Portugal	5.11	5.34	4.93	5.64	5.00	3.96	3.29
Slovenia	4.41	4.36	4.45	4.85	4.39	3.12	2.43
Slovakia	-	-	2.87	2.62	2.66	2.41	2.24
Finland	2.96	4.05	2.14	2.08	2.13	1.85	1.71
Euro area <sup>2)</sup>	3.56	4.51	2.85	2.98	2.78	2.25	1.92

Source: ECB MFI interest rate statistics.

1) The composite cost of borrowing indicator for non-financial corporations combines interest rates on all loans to corporations, including overdrafts. This indicator is derived from the MFI interest rate statistics.

2) Data refer to the changing composition of the euro area.

### 1.6.2 Households for house purchase <sup>1)</sup>

	2003-2016	2003-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	3.77	4.38	3.31	3.45	3.17	2.49	2.11
Germany	3.77	4.81	2.98	2.76	2.50	1.96	1.76
Estonia	-	-	2.96	2.72	2.52	2.30	2.32
Ireland	3.67	4.13	3.32	3.42	3.44	3.41	3.25
Greece	3.86	4.53	3.36	2.81	2.93	2.63	2.69
Spain	3.39	4.16	2.81	2.99	2.93	2.23	1.94
France	3.67	4.25	3.24	3.18	2.95	2.31	1.87
Italy	3.78	4.49	3.26	3.69	3.20	2.51	2.13
Cyprus	-	-	4.54	4.88	4.42	3.63	3.08
Latvia	-	-	-	-	3.33	3.08	2.88
Lithuania	-	-	-	-	-	1.88	1.94
Luxembourg	2.94	4.02	2.12	2.13	2.03	1.86	1.69
Malta	-	-	3.17	3.22	2.93	2.79	2.81
Netherlands	4.15	4.54	3.87	3.78	3.35	2.90	2.59
Austria	3.30	4.28	2.57	2.39	2.29	2.01	1.90
Portugal	3.48	4.17	2.96	3.25	3.19	2.38	1.90
Slovenia	4.24	5.55	3.26	3.20	3.21	2.53	2.20
Slovakia	-	-	4.12	4.10	3.42	2.74	2.04
Finland	2.74	3.85	1.90	2.01	1.81	1.36	1.16
Euro area <sup>2)</sup>	3.66	4.42	3.09	3.07	2.80	2.26	1.97

Source: ECB MFI interest rate statistics.

1) The cost of borrowing indicator for new loans to households combines interest rates on loans to households for house purchase. This indicator is derived from the MFI interest rate statistics.

2) Data refer to the changing composition of the euro area.

# 1 Financial and monetary developments

## 1.7 Aggregated deposit rate

(percentages per annum; period averages)

### 1.7.1 Non-financial corporations <sup>1)</sup>

	2003-2016	2003-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.42	2.79	0.40	0.34	0.35	0.15	-0.03
Germany	1.49	2.86	0.47	0.24	0.24	0.16	0.02
Estonia	-	-	0.65	0.30	0.31	0.23	0.17
Ireland	1.67	2.75	0.87	0.57	0.41	0.15	0.05
Greece	-	-	-	-	-	-	-
Spain	2.00	2.90	1.32	1.55	0.80	0.36	0.21
France	1.76	2.89	0.92	0.81	0.74	0.31	0.21
Italy	1.99	2.88	1.33	1.80	1.22	0.87	1.04
Cyprus	-	-	2.74	2.68	2.44	1.72	1.41
Latvia	-	-	-	-	-	-	-
Lithuania	-	-	0.62	0.36	0.22	0.17	0.19
Luxembourg	-	-	-	-	-	-	-
Malta	-	-	1.55	1.97	1.25	0.89	0.78
Netherlands	-	-	-	0.19	0.17	0.06	-0.03
Austria	1.67	2.92	0.74	0.45	0.44	0.32	0.26
Portugal	2.10	2.97	1.46	1.57	0.96	0.46	0.25
Slovenia	-	-	1.29	1.66	0.72	0.27	0.11
Slovakia	-	-	0.55	0.44	0.39	0.24	0.18
Finland	1.48	2.80	0.50	0.29	0.42	0.30	0.39
Euro area <sup>(2)</sup>	1.72	2.86	0.87	0.94	0.61	0.32	0.18

Source: ECB MFI interest rate statistics.

Note: Data on deposit interest rates for Greece, Latvia and Luxembourg are available, but are being treated as confidential under ECB rules.

1) New deposits with agreed maturity excluding overnight deposits and deposits redeemable at notice.

2) Data refer to the changing composition of the euro area.

### 1.7.2 Households <sup>1)</sup>

	2003-2016	2003-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.84	2.75	1.16	1.29	1.17	1.00	0.65
Germany	1.79	2.80	1.04	0.86	0.69	0.47	0.42
Estonia	1.70	2.75	0.92	0.53	0.55	0.58	0.54
Ireland	1.80	2.64	1.17	0.94	0.64	0.29	0.16
Greece	-	-	-	-	-	-	-
Spain	2.22	2.89	1.72	1.83	0.99	0.46	0.21
France	2.39	2.89	2.01	2.18	2.19	1.68	1.24
Italy	1.88	2.07	1.73	2.14	1.59	1.20	1.08
Cyprus	-	-	3.21	2.95	2.56	1.77	1.53
Latvia	-	-	1.23	0.49	0.50	0.56	0.56
Lithuania	-	-	1.01	0.54	0.43	0.28	0.24
Luxembourg	-	-	-	-	-	-	-
Malta	-	-	2.01	2.26	1.83	1.34	1.17
Netherlands	-	-	-	2.33	2.09	1.92	1.68
Austria	1.88	2.89	1.11	0.89	0.74	0.45	0.37
Portugal	2.25	2.67	1.94	2.16	1.59	0.75	0.39
Slovenia	-	-	1.80	2.25	1.25	0.58	0.33
Slovakia	-	-	1.86	1.71	1.67	1.68	1.34
Finland	2.03	2.97	1.32	1.10	1.09	0.96	0.56
Euro area <sup>(2)</sup>	2.24	2.81	1.80	1.99	1.35	0.81	0.56

Source: ECB MFI interest rate statistics.

Note: Data on deposit interest rates for Greece and Luxembourg are available, but are being treated as confidential under ECB rules.

1) New deposits with agreed maturity excluding overnight deposits and deposits redeemable at notice.

2) Data refer to the changing composition of the euro area.

# 1 Financial and monetary developments

## 1.8 Debt securities issued by euro area residents in all currencies

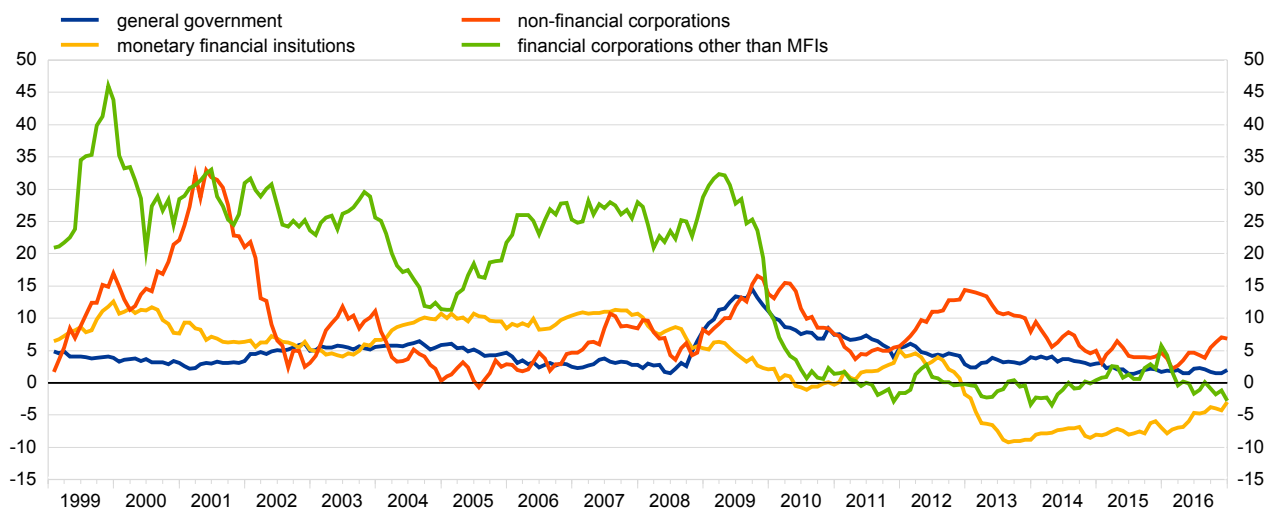
(annual percentage changes; period averages)

	1999-2016	1999-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	3.5	2.6	3.0	1.4	1.4	1.3	4.2
Germany	2.1	4.8	-1.2	-4.1	-2.6	-0.6	-1.3
Estonia	-	-	6.7	9.9	10.4	-0.5	2.4
Ireland	5.1	9.9	-2.2	-3.0	-3.5	-0.5	-3.3
Greece	2.0	12.6	-11.7	-25.6	-11.4	-4.6	-28.1
Spain	8.5	15.6	-0.7	-4.1	-6.9	-4.5	-0.7
France	6.2	8.4	3.2	0.1	2.7	0.6	1.4
Italy	4.1	6.4	0.4	1.5	-1.3	-3.8	-2.3
Cyprus	-	-	1.4	2.5	-5.6	-2.9	4.7
Latvia	-	-	21.2	34.4	34.9	8.9	10.9
Lithuania	-	-	1.2	-	3.7	-2.1	6.7
Luxembourg	6.0	0.2	12.5	20.8	13.3	16.6	2.3
Malta	-	-	9.4	6.8	14.3	13.1	11.1
Netherlands	7.1	12.6	0.6	-0.6	-0.6	0.9	0.2
Austria	4.7	9.6	-1.0	-2.0	-1.7	-3.3	-0.7
Portugal	6.8	10.4	0.2	-2.1	-7.5	-6.7	1.1
Slovenia	-	-	8.6	11.9	29.6	3.6	1.6
Slovakia	11.8	13.7	9.4	13.7	7.7	1.6	3.1
Finland	4.9	3.6	5.7	8.5	7.2	-0.9	1.3
<b>Euro area</b>	<b>4.9</b>	<b>7.7</b>	<b>0.9</b>	<b>-0.6</b>	<b>-0.7</b>	<b>-0.6</b>	<b>-0.3</b>

Source: ECB.

### Chart 1.8 Debt securities issued by euro area residents, by sector

(annual percentage changes)



Source: ECB.

# 1 Financial and monetary developments

## 1.9 Listed shares issued by euro area residents

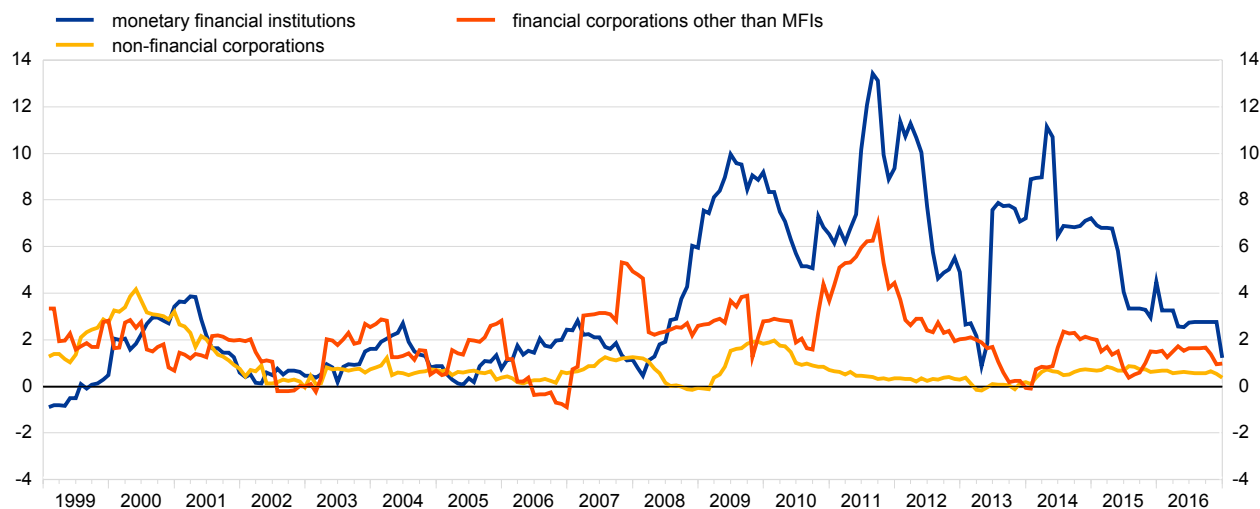
(annual percentage changes; period averages)

	1999-2016	1999-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	0.2	0.1	0.4	0.9	1.3	1.0	1.1
Germany	1.2	1.4	0.9	0.3	0.7	0.9	0.3
Estonia	-	-	-7.3	-4.5	-3.8	-4.8	-4.0
Ireland	2.6	1.0	0.5	-6.1	-0.7	0.3	-0.1
Greece	7.8	1.5	16.9	39.6	35.1	6.8	33.9
Spain	1.2	1.1	1.2	0.8	0.3	2.5	1.1
France	0.8	0.7	0.7	0.9	0.7	0.8	0.5
Italy	1.6	1.1	1.8	0.7	1.4	1.8	1.4
Cyprus	-	-	16.2	9.3	13.8	23.1	9.2
Latvia	-	-	0.5	0.0	0.1	0.6	1.7
Lithuania	-	-	-0.4	-	-0.7	-3.9	0.3
Luxembourg	6.0	5.7	7.3	2.7	9.6	6.9	11.5
Malta	-	-	4.6	2.2	5.1	8.0	6.0
Netherlands	0.3	0.3	0.3	-0.6	0.7	0.0	0.6
Austria	5.6	8.7	2.1	1.3	5.2	2.3	0.4
Portugal	2.3	2.3	2.2	2.3	3.2	3.4	0.3
Slovenia	-	-	0.9	2.8	1.1	0.5	0.0
Slovakia	-	-	0.5	-0.1	0.0	-0.1	-0.2
Finland	0.2	-0.5	1.1	1.4	2.3	0.9	0.8
<b>Euro area</b>	<b>1.2</b>	<b>1.1</b>	<b>1.1</b>	<b>0.6</b>	<b>1.4</b>	<b>1.2</b>	<b>0.9</b>

Source: ECB.

Chart 1.9 Listed shares issued by euro area residents, by sector

(annual percentage changes)



Source: ECB.



# 1 Financial and monetary developments

## 1.10 Monetary aggregates, components and counterparts <sup>1)</sup>

(annual percentage changes at the end of each year; period averages; seasonally adjusted)

	1999-2016	1999-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
<b>Components of M3</b>							
M3	5.3	7.5	2.5	0.9	3.8	4.7	5.0
M2	5.5	7.3	3.3	2.4	3.7	5.2	4.8
M1	7.5	7.8	7.2	5.6	8.0	10.5	8.8
Currency in circulation	7.3	9.0	5.2	5.3	6.5	6.8	3.5
Overnight deposits	7.6	7.6	7.6	5.7	8.4	11.3	9.8
M2-M1 (other short-term deposits)	2.9	7.1	-2.0	-1.8	-2.3	-3.3	-2.6
Deposits with an agreed maturity of up to two years	1.9	10.3	-7.7	-6.4	-5.4	-8.6	-7.6
Deposits redeemable at notice of up to three months	3.6	3.3	4.0	2.2	0.2	0.6	0.7
M3-M2 (marketable instruments)	2.7	8.8	-4.5	-16.1	4.4	-3.5	8.8
Repurchase agreements	-0.5	6.2	-8.3	-8.9	2.9	-39.1	-5.8
Money market fund shares	4.2	9.4	-2.0	-10.4	2.5	12.0	8.8
Debt securities issued with a maturity of up to two years	0.2	11.9	-12.8	-38.0	19.9	-25.3	23.8
<b>Counterparts of M3 <sup>2)</sup></b>							
MFI liabilities:							
Central government holdings	3.9	7.2	0.0	-14.2	-1.6	3.6	10.9
Longer-term financial liabilities vis-a-vis other euro area residents	3.8	6.6	0.3	-1.1	-2.2	-3.1	-2.1
Deposits with an agreed maturity of over two years	2.9	5.8	-0.6	-0.8	-5.1	-4.8	-3.4
Deposits redeemable at notice of over three months	-3.2	-0.9	-6.1	-13.5	2.2	-14.5	-11.5
Debt securities issued with a maturity of over two years	2.6	7.3	-3.0	-5.1	-6.1	-8.6	-5.4
Capital and reserves	6.4	7.4	5.3	3.8	4.5	4.3	2.0
MFI assets:							
Credit to euro area residents	4.5	6.9	1.5	-2.0	-0.2	2.3	4.7
Credit to general government	3.2	0.6	6.6	-0.7	2.1	7.9	11.7
of which: loans	0.3	-0.1	0.8	-6.3	1.5	-1.9	-3.1
Credit to the private sector <sup>3)</sup>	4.8	8.7	0.2	-2.4	-0.8	0.7	2.5
of which: loans <sup>4)</sup>	4.7	8.3	0.3	-2.4	-0.3	0.7	2.3

Source: ECB.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

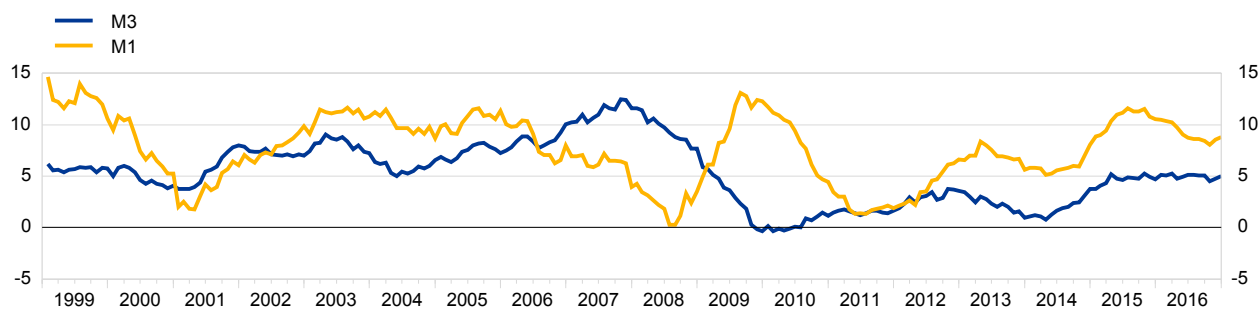
2) The table presents only selected counterparts to M3; i.e. net external assets and "other counterparts" (residual) are not included.

3) Private sector refers to euro area non-MFIs excluding general government.

4) Adjusted for loan sales and securitisation (resulting in derecognition from the MFI statistical balance sheet) as well as for positions arising from notional cash pooling services provided by MFIs.

## Chart 1.10 Monetary aggregates <sup>1)</sup>

(annual percentage changes at the end of each month; seasonally adjusted)



Source: ECB.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

# 1 Financial and monetary developments

## 1.11 MFI loans to non-financial corporations <sup>1)</sup>

(annual percentage changes at the end of each year; period averages; not seasonally adjusted)

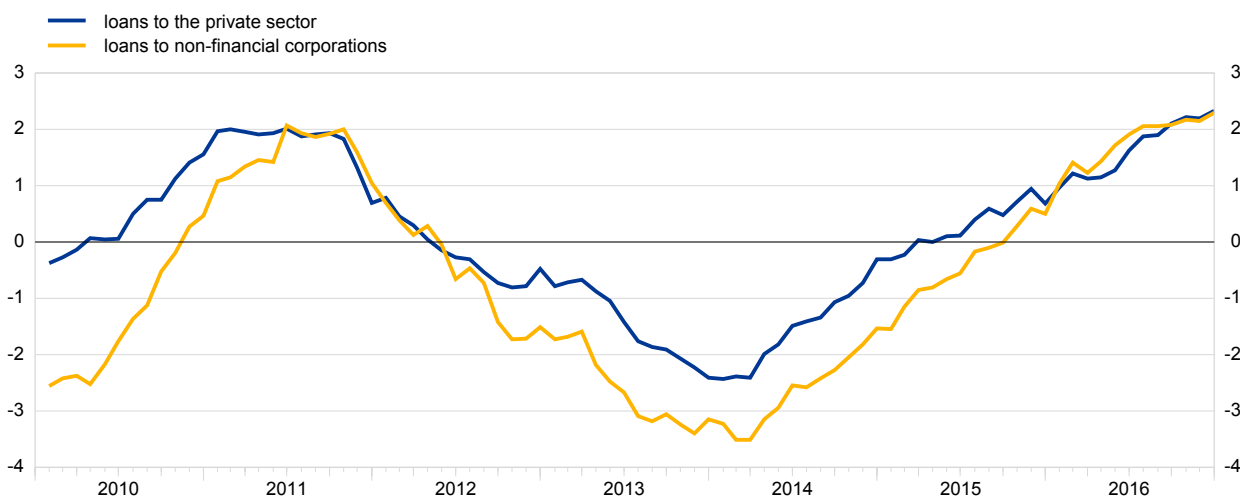
	2010-2016	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Belgium	2.9	4.9	2.1	1.3	1.1	0.7	3.8	6.9
Germany	0.3	-0.8	0.3	0.6	-1.9	-0.5	0.8	3.5
Estonia	1.8	-5.1	-4.9	3.1	3.6	3.6	6.4	6.6
Ireland	-4.5	-6.5	-2.4	-4.0	-5.7	-6.5	-5.3	-0.7
Greece	-2.3	0.0	-2.4	-6.2	-3.2	-2.8	-1.3	0.0
Spain	-4.5	-0.9	-4.0	-7.6	-9.8	-6.6	-1.2	-0.8
France	2.7	1.5	4.7	1.3	-0.2	2.9	3.3	5.3
Italy	-0.9	1.9	2.5	-2.2	-5.5	-2.5	-0.5	0.3
Cyprus	0.0	2.6	8.2	4.6	-5.7	-0.8	0.8	-8.4
Latvia	-0.5	-	-5.3	3.3	-0.6	-6.7	1.1	5.9
Lithuania	0.1	-9.5	0.3	2.5	-3.2	-1.2	3.3	9.8
Luxembourg	-0.3	-6.8	-5.4	-7.5	-3.0	2.9	7.5	12.0
Malta	-1.4	-2.0	2.8	-1.7	-9.1	4.2	-10.3	7.9
Netherlands	0.4	1.7	3.7	2.8	1.7	-3.6	-3.8	0.5
Austria	1.4	1.9	3.8	0.5	-0.2	1.1	0.7	2.1
Portugal	-2.8	1.7	-2.7	-5.2	-3.0	-6.8	-1.3	-1.9
Slovenia	-5.5	-0.1	-3.4	-4.8	-7.8	-13.9	-7.6	-0.1
Slovakia	3.1	1.6	7.6	-2.3	1.7	1.9	7.3	4.2
Finland	5.6	4.2	9.9	4.7	5.7	4.9	5.3	4.4
Euro area	-0.3	0.4	1.0	-1.6	-3.2	-1.5	0.5	2.3
Bulgaria	2.8	2.7	6.0	5.4	1.4	2.4	-0.3	2.2
Czech Republic	4.0	1.7	6.3	2.4	2.4	1.7	6.3	7.5
Denmark	-0.6	-1.9	-4.5	-2.0	1.1	0.5	-0.1	3.1
Croatia	-1.8	-	7.2	-12.3	0.5	-3.4	-3.2	1.5
Hungary	-2.1	-3.0	-5.9	-3.6	-1.3	1.8	-7.1	4.8
Poland	5.3	-1.2	14.0	5.8	1.5	5.1	7.9	4.9
Romania	0.8	9.4	9.9	1.2	-5.7	-3.5	-2.9	-1.8
Sweden	3.2	3.4	6.6	2.3	1.0	2.5	2.6	4.4
United Kingdom	-3.5	-7.1	-5.7	-5.1	-5.6	-3.4	-0.3	3.2

Source: ECB.

1) Data for euro area countries refer to loans granted by other MFIs to euro area non-financial corporations, while data for non-euro area EU countries refer to loans granted to domestic non-financial corporations. Data for euro area countries are adjusted for loan sales and securitisations (resulting in derecognition from the MFI statistical balance sheet) as well as for positions arising from notional cash pooling services provided by MFIs.

## Chart 1.11 MFI loans to the private sector and to non-financial corporations <sup>1)</sup>

(annual percentage changes at the end of each month; seasonally adjusted)



Source: ECB.

1) Private sector refers to euro area non-MFIs excluding general government. Data are adjusted for loan sales and securitisation (resulting in derecognition from the MFI statistical balance sheet) as well as for positions arising from notional cash pooling services provided by MFIs.

# 1 Financial and monetary developments

## 1.12 MFI loans to households <sup>1)</sup>

(annual percentage changes at the end of each year; period averages; not seasonally adjusted)

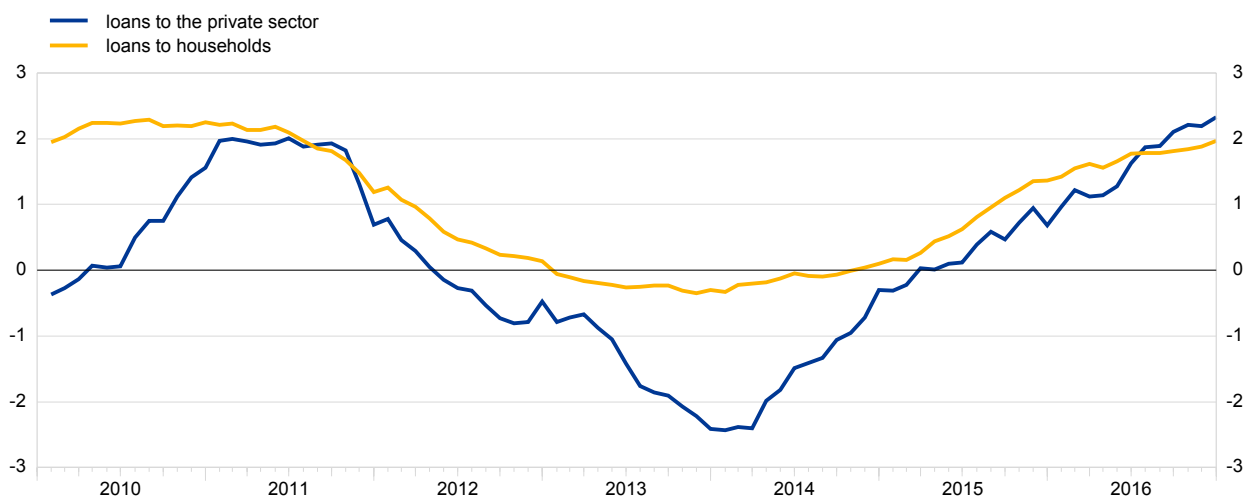
	2010-2016	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Belgium	4.4	6.3	5.3	4.1	2.2	3.8	4.3	5.1
Germany	1.5	0.7	0.7	1.3	1.2	1.5	2.8	2.8
Estonia	0.6	-3.0	-2.2	-2.3	0.4	2.5	3.9	5.3
Ireland	-3.8	-5.4	-3.8	-3.8	-3.9	-3.6	-3.7	-2.6
Greece	-3.0	-0.6	-4.3	-4.2	-3.0	-3.0	-2.8	-2.8
Spain	-2.8	-0.3	-2.7	-3.9	-5.0	-3.9	-2.2	-1.4
France	3.6	6.1	4.5	2.5	2.6	1.9	3.5	4.4
Italy	1.2	4.9	3.4	-0.5	-1.3	-0.5	0.7	1.9
Cyprus	0.7	9.1	4.7	1.7	-4.6	-2.7	-1.0	-1.2
Latvia	-3.7	-	-6.2	-5.3	-4.8	-3.9	-2.5	0.6
Lithuania	0.8	-5.2	-1.7	-1.5	0.0	1.5	4.9	8.2
Luxembourg	4.3	2.2	5.2	5.6	3.9	4.2	4.8	4.0
Malta	5.7	6.5	6.2	4.4	4.3	6.8	6.5	5.0
Netherlands	-0.3	1.6	0.8	-0.4	-1.7	-1.3	-0.7	-0.6
Austria	1.3	0.7	1.5	0.6	0.6	1.1	1.9	2.9
Portugal	-2.5	2.1	-2.2	-4.4	-4.1	-3.5	-2.8	-2.2
Slovenia	1.3	8.0	1.7	-1.7	-2.8	-1.5	0.6	4.9
Slovakia	12.0	12.5	11.1	10.3	10.3	13.2	13.1	13.4
Finland	3.7	6.1	5.6	4.9	2.1	1.9	2.6	2.6
<b>Euro area</b>	<b>0.9</b>	<b>2.2</b>	<b>1.2</b>	<b>0.1</b>	<b>-0.3</b>	<b>0.1</b>	<b>1.4</b>	<b>2.0</b>
Bulgaria	0.5	0.2	0.3	-0.3	0.4	-1.0	-0.3	4.1
Czech Republic	6.1	7.2	6.4	4.5	5.0	4.5	6.8	8.2
Denmark	0.5	1.4	0.8	0.6	-1.6	0.2	0.8	1.3
Croatia	-1.2	-	-2.3	-1.5	-1.3	-1.0	-1.8	0.6
Hungary	-7.6	-4.4	-16.7	-6.0	-5.8	-7.1	-12.0	-0.2
Poland	5.1	10.3	2.7	7.0	3.9	4.1	4.6	3.6
Romania	2.1	3.6	4.6	-2.0	-1.4	0.3	4.1	6.0
Sweden	6.1	8.0	5.3	4.4	4.9	5.8	7.5	7.1
United Kingdom	0.7	-5.6	-0.2	0.6	0.6	2.8	3.3	4.0

Source: ECB.

<sup>1)</sup> Data for euro area countries refer to loans granted by other MFIs to euro area households, while data for non-euro area EU countries refer to loans granted to domestic households. Data for euro area countries are adjusted for loan sales and securitisations (resulting in derecognition from the MFI statistical balance sheet) as well as for positions arising from notional cash pooling services provided by MFIs.

## Chart 1.12 MFI loans to the private sector and to households <sup>1)</sup>

(annual percentage changes at the end of each month; seasonally adjusted)



Source: ECB.

<sup>1)</sup> Private sector refers to euro area non-MFIs excluding general government. Data are adjusted for loan sales and securitisation (resulting in derecognition from the MFI statistical balance sheet) as well as for positions arising from notional cash pooling services provided by MFIs.

## 2 Economic activity

### 2.1 GDP

(chain-linked volumes; annual percentage changes)

	1999-2016 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016 <sup>2)</sup>	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.6	2.3	0.8	-0.1	1.7	1.5	1.2
Germany	1.3	1.6	1.0	0.5	1.6	1.7	1.9
Estonia	3.4	5.7	0.6	1.4	2.8	1.4	1.6
Ireland	4.8	5.3	4.2	1.1	8.5	26.3	.
Greece	0.2	3.5	-3.7	-3.2	0.4	-0.2	0.0
Spain	1.9	3.6	-0.2	-1.7	1.4	3.2	3.2
France	1.4	2.0	0.6	0.6	0.6	1.3	1.2
Italy	0.3	1.2	-0.8	-1.7	0.1	0.8	0.9
Cyprus	1.9	4.1	-0.8	-6.0	-1.5	1.7	2.8
Latvia	3.6	6.6	0.0	2.6	2.1	2.7	2.0
Lithuania	3.7	6.1	0.8	3.5	3.5	1.8	2.3
Luxembourg	2.8	3.6	2.1	4.2	4.7	3.5	.
Malta	3.1	2.4	3.7	4.5	8.3	7.4	5.0
Netherlands	1.6	2.5	0.4	-0.2	1.4	2.0	2.1
Austria	1.6	2.4	0.6	0.1	0.6	1.0	1.5
Portugal	0.7	1.6	-0.5	-1.1	0.9	1.6	1.4
Slovenia	2.3	4.3	-0.3	-1.1	3.1	2.3	2.5
Slovakia	3.6	5.1	1.9	1.5	2.6	3.8	3.3
Finland	1.6	3.3	-0.5	-0.8	-0.6	0.3	1.6
Euro area	1.3	2.1	0.3	-0.3	1.2	2.0	1.7
Bulgaria	3.1	4.7	1.1	0.9	1.3	3.6	3.4
Czech Republic	2.7	4.0	0.9	-0.5	2.7	4.5	2.4
Denmark	1.2	1.8	0.5	0.9	1.7	1.6	1.1
Croatia	1.5	3.7	-1.1	-1.1	-0.5	1.6	2.9
Hungary	2.2	3.4	0.6	2.1	4.0	3.1	2.0
Poland	3.7	4.2	3.1	1.4	3.3	3.9	2.8
Romania	3.5	5.4	1.1	3.5	3.1	3.9	4.8
Sweden	2.4	3.0	1.8	1.2	2.6	4.1	3.3
United Kingdom	1.9	2.5	1.2	1.9	3.1	2.2	1.8
European Union	1.5	2.3	0.6	0.2	1.6	2.2	1.9
United States	2.1	2.6	1.5	1.7	2.4	2.6	1.6
Japan	0.8	1.0	0.6	2.0	0.3	1.2	1.0

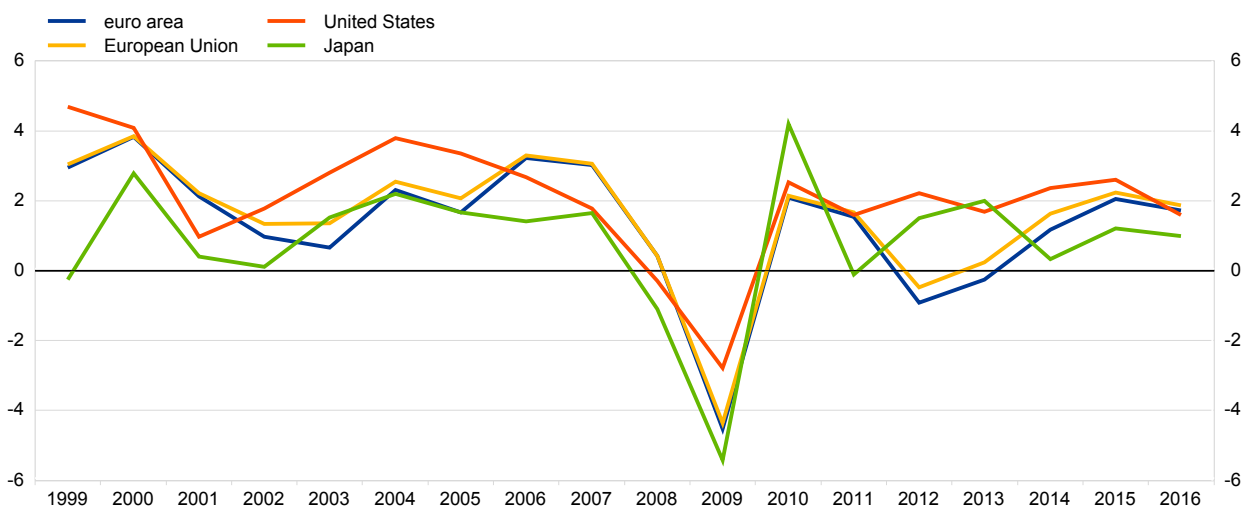
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000, data for Luxembourg available since 2001.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015.

### Chart 2.1 GDP

(chain-linked volumes; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

## 2 Economic activity

### 2.2 Private consumption

(chain-linked volumes; annual percentage changes)

	1999-2016 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016 <sup>2)</sup>	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.2	1.4	0.9	0.7	0.6	1.1	0.7
Germany	1.0	0.9	1.1	0.7	0.9	2.0	2.0
Estonia	3.9	6.6	0.7	3.8	3.3	4.7	4.1
Ireland	3.1	5.5	-0.2	-0.3	1.8	5.0	.
Greece	0.4	3.7	-3.4	-2.6	0.4	-0.2	1.4
Spain	1.5	3.3	-0.6	-3.1	1.6	2.9	3.2
France	1.7	2.3	0.9	0.5	0.7	1.5	1.9
Italy	0.4	1.0	-0.5	-2.5	0.3	1.6	1.4
Cyprus	2.6	5.3	-0.7	-5.9	0.7	1.9	2.9
Latvia	3.8	6.5	0.5	5.0	1.3	3.5	3.4
Lithuania	4.6	8.1	0.4	4.3	4.3	4.1	5.6
Luxembourg	2.2	2.3	2.1	2.6	2.7	1.8	.
Malta	2.0	1.7	2.3	2.3	2.8	5.2	3.8
Netherlands	0.9	1.6	0.0	-1.0	0.3	1.8	1.8
Austria	1.2	1.8	0.6	-0.1	-0.3	0.0	1.5
Portugal	0.9	2.0	-0.4	-1.2	2.3	2.6	2.3
Slovenia	1.7	3.1	0.1	-4.0	2.0	0.5	2.8
Slovakia	2.8	4.6	0.6	-0.8	1.4	2.2	2.9
Finland	2.2	3.2	0.9	-0.5	0.8	1.5	2.0
<b>Euro area</b>	<b>1.1</b>	<b>1.8</b>	<b>0.3</b>	<b>-0.6</b>	<b>0.8</b>	<b>1.8</b>	<b>2.0</b>
Bulgaria	4.5	7.3	1.0	-2.5	2.7	4.5	2.1
Czech Republic	2.2	3.3	0.9	0.5	1.8	3.0	2.9
Denmark	1.1	1.7	0.4	0.3	0.5	1.9	2.1
Croatia	1.3	3.5	-1.4	-1.8	-1.6	1.2	3.3
Hungary	2.0	3.7	0.0	0.3	2.5	3.4	5.0
Poland	3.3	3.9	2.5	0.3	2.4	3.2	3.6
Romania	4.9	7.9	1.3	0.7	4.7	6.0	7.4
Sweden	2.4	2.7	2.0	1.9	2.1	2.7	2.2
United Kingdom	2.1	3.1	0.9	1.6	2.2	2.4	3.0
<b>European Union</b>	<b>1.5</b>	<b>2.2</b>	<b>0.5</b>	<b>-0.1</b>	<b>1.2</b>	<b>2.1</b>	<b>2.3</b>
United States	2.5	3.1	1.8	1.5	2.9	3.2	2.7
Japan	0.8	1.0	0.6	2.4	-0.9	-0.4	0.4

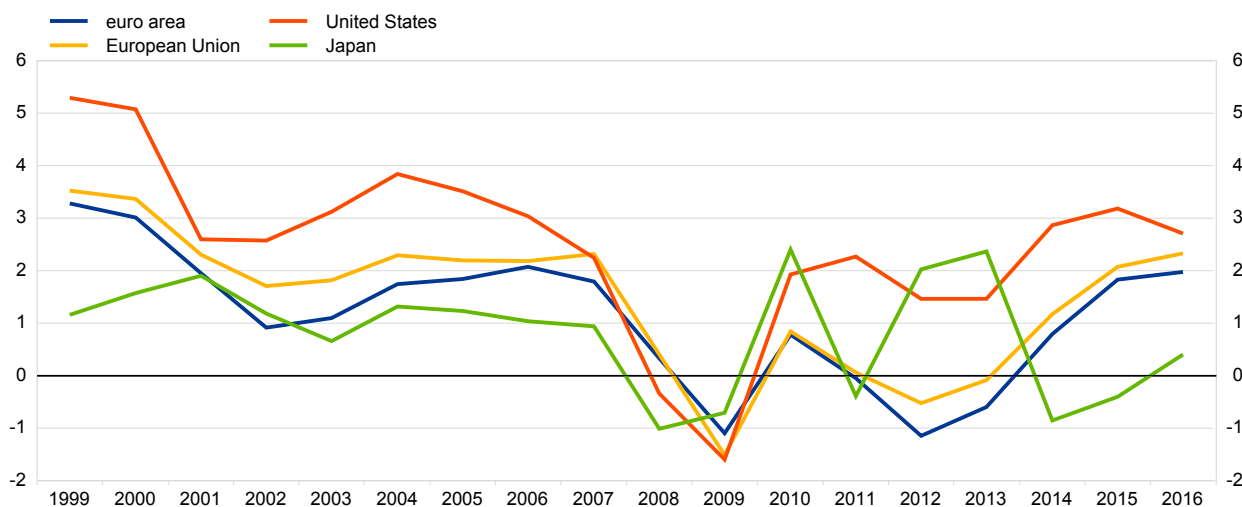
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000, data for Luxembourg available since 2001.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015.

### Chart 2.2 Private consumption

(chain-linked volumes; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

## 2 Economic activity

### 2.3 Government consumption

(chain-linked volumes; annual percentage changes)

	1999-2016 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016 <sup>2)</sup>	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.4	1.9	0.9	0.1	1.4	0.5	0.2
Germany	1.4	1.0	1.9	1.2	1.2	2.7	4.0
Estonia	2.2	3.0	1.2	1.9	2.7	3.4	1.0
Ireland	2.7	5.3	-1.0	-1.3	4.5	0.3	.
Greece	0.5	3.5	-3.2	-6.4	-1.4	0.0	-2.1
Spain	2.8	5.0	0.1	-2.1	-0.3	2.0	0.8
France	1.5	1.6	1.5	1.5	1.2	1.4	1.5
Italy	0.6	1.4	-0.4	-0.3	-0.7	-0.7	0.6
Cyprus	1.4	3.8	-1.5	-8.2	-7.9	-0.6	-1.4
Latvia	1.2	2.8	-0.9	1.6	2.1	3.1	2.7
Lithuania	0.8	1.4	-0.1	0.7	0.3	0.9	1.3
Luxembourg	2.9	2.8	3.0	1.9	0.0	2.3	.
Malta	2.3	2.8	1.7	-0.3	6.5	3.8	-3.1
Netherlands	2.2	3.4	0.6	-0.1	0.3	0.2	0.8
Austria	1.4	1.7	1.0	0.7	0.8	2.1	1.3
Portugal	0.8	2.2	-0.8	-2.0	-0.5	0.8	0.8
Slovenia	1.8	3.2	0.1	-2.1	-1.2	2.5	2.6
Slovakia	2.8	3.2	2.3	2.2	5.3	5.4	1.6
Finland	1.0	1.6	0.3	1.1	-0.5	0.1	0.0
<b>Euro area</b>	<b>1.5</b>	<b>2.0</b>	<b>0.8</b>	<b>0.3</b>	<b>0.6</b>	<b>1.3</b>	<b>1.8</b>
Bulgaria	2.2	4.2	-0.2	0.6	0.1	1.4	0.6
Czech Republic	1.5	2.1	0.8	2.5	1.1	2.0	1.5
Denmark	1.5	2.0	0.8	-0.1	1.2	0.6	-0.2
Croatia	1.1	2.0	0.0	0.3	-0.8	-0.3	1.7
Hungary	1.6	1.9	1.2	4.1	4.5	1.0	0.1
Poland	3.2	4.0	2.1	2.5	4.1	2.3	3.8
Romania	0.6	1.2	-0.2	-4.6	0.8	0.1	2.5
Sweden	1.2	0.7	1.7	1.3	1.5	2.5	3.1
United Kingdom	2.2	3.1	1.0	0.3	2.3	1.3	0.8
<b>European Union</b>	<b>1.6</b>	<b>2.1</b>	<b>0.9</b>	<b>0.4</b>	<b>1.0</b>	<b>1.4</b>	<b>1.7</b>
United States	1.0	2.0	-0.1	-2.4	-0.7	1.6	0.8
Japan	1.7	1.8	1.6	1.5	0.5	1.6	1.5

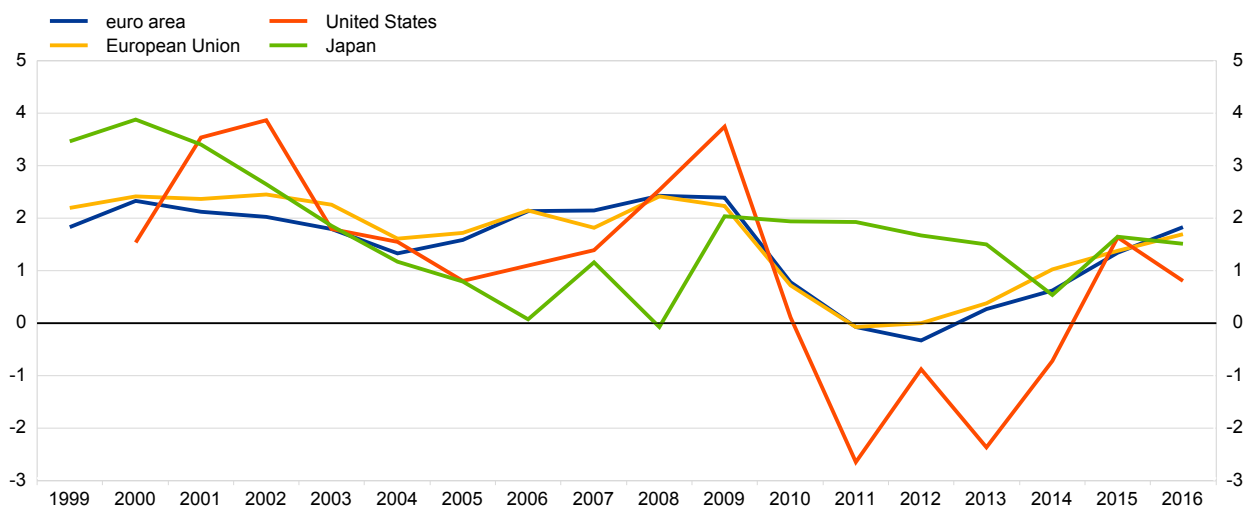
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000, data for Luxembourg available since 2001.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015.

### Chart 2.3 Government consumption

(chain-linked volumes; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

## 2 Economic activity

### 2.4 Gross capital formation

(chain-linked volumes; annual percentage changes)

	1999-2016 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016 <sup>2)</sup>	2013	2014	2015	2016
Belgium	2.0	3.6	0.2	-3.9	6.9	3.6	0.3
Germany	0.3	0.8	-0.2	1.3	3.2	-0.6	1.3
Estonia	3.4	7.7	-1.8	-2.8	0.8	-9.0	0.7
Ireland	4.4	5.1	3.3	-6.0	24.9	26.7	.
Greece	-3.7	4.4	-13.0	-9.9	4.2	-8.9	-0.8
Spain	1.2	5.3	-3.6	-4.6	5.4	6.5	3.8
France	1.8	3.4	-0.1	0.3	2.1	1.5	2.6
Italy	-0.4	2.4	-3.7	-5.6	1.0	2.9	-0.1
Cyprus	1.1	8.5	-7.5	-25.5	-3.2	13.4	14.3
Latvia	3.5	11.1	-5.3	-5.8	-4.3	-0.9	2.3
Lithuania	3.3	8.9	-3.2	1.8	3.0	22.7	-8.5
Luxembourg	3.3	4.9	1.8	-1.4	8.9	3.3	.
Malta	2.1	0.9	3.4	9.0	-2.3	49.1	-2.1
Netherlands	1.0	2.3	-0.8	-3.9	3.2	6.2	4.7
Austria	1.0	1.7	0.2	-0.1	0.4	0.5	2.6
Portugal	-2.1	0.4	-5.1	-5.1	5.1	4.6	-0.9
Slovenia	0.7	6.9	-6.5	4.3	4.3	2.8	1.0
Slovakia	1.4	3.6	-1.4	1.8	6.2	10.8	-4.2
Finland	1.1	3.2	-1.5	-4.9	-1.8	2.7	4.0
<b>Euro area</b>	<b>0.8</b>	<b>2.6</b>	<b>-1.5</b>	<b>-1.7</b>	<b>3.2</b>	<b>2.5</b>	<b>2.1</b>
Bulgaria	4.7	15.8	-5.4	-3.3	4.4	2.0	0.9
Czech Republic	2.6	5.4	-0.8	-5.1	8.6	10.0	-1.2
Denmark	1.1	2.5	-0.7	3.4	4.3	0.9	3.0
Croatia	1.5	7.9	-5.9	-0.4	-3.8	2.6	4.1
Hungary	-0.2	2.3	-3.2	5.8	9.8	-2.5	-5.0
Poland	3.6	5.0	1.8	-5.8	12.8	4.9	-0.2
Romania	5.4	12.2	-2.5	0.5	1.7	7.5	2.6
Sweden	3.3	4.3	2.1	1.6	6.1	8.0	6.1
United Kingdom	1.7	1.1	2.5	10.0	9.4	1.1	-2.6
<b>European Union</b>	<b>1.1</b>	<b>2.7</b>	<b>-0.8</b>	<b>-0.1</b>	<b>4.5</b>	<b>2.8</b>	<b>1.8</b>
United States	1.6	1.9	1.3	4.0	3.4	4.5	-1.2
Japan	-0.5	-0.9	0.0	3.2	3.3	2.5	-0.2

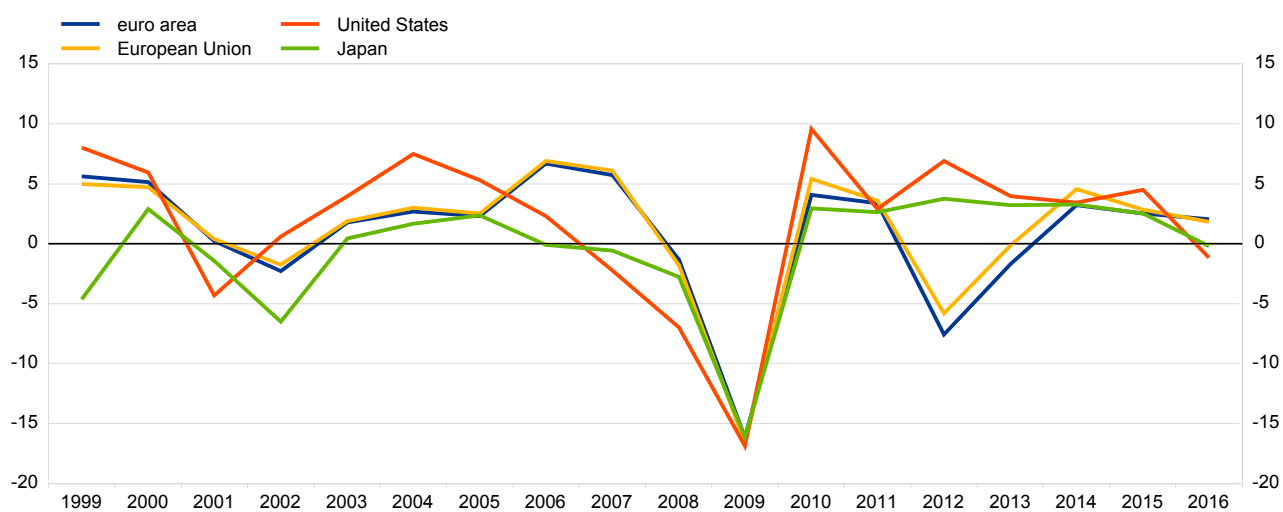
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta and Bulgaria available since 2000, data for Luxembourg available since 2001.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015.

### Chart 2.4 Gross capital formation

(chain-linked volumes; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

## 2 Economic activity

### 2.5 Exports of goods and services

(chain-linked volumes; annual percentage changes)

	1999-2016 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016 <sup>2)</sup>	2013	2014	2015	2016
Belgium	3.9	4.6	3.1	0.8	5.1	4.3	6.1
Germany	5.2	7.2	2.8	1.9	4.1	5.2	2.6
Estonia	5.8	7.0	4.3	2.3	3.1	-0.6	3.6
Ireland	8.3	7.6	9.2	3.1	14.4	34.4	.
Greece	3.9	7.5	-0.5	1.5	7.8	3.4	-2.0
Spain	3.8	4.5	2.9	4.3	4.2	4.9	4.4
France	3.1	3.8	2.3	1.9	3.3	6.1	1.2
Italy	2.1	2.9	1.1	0.7	2.7	4.4	2.4
Cyprus	1.7	1.8	1.6	2.1	4.2	0.0	3.6
Latvia	6.3	8.4	3.8	1.1	3.9	2.6	2.6
Lithuania	7.8	9.6	5.7	9.6	3.5	-0.4	2.9
Luxembourg	5.6	7.0	4.3	6.3	12.1	12.8	.
Malta	5.0	6.2	3.8	1.4	5.3	4.1	4.0
Netherlands	4.3	5.3	3.0	2.1	4.5	5.0	3.7
Austria	4.1	6.2	1.5	0.5	2.3	3.6	1.7
Portugal	4.1	4.4	3.8	7.0	4.3	6.1	4.4
Slovenia	5.9	8.8	2.3	3.1	5.7	5.6	5.9
Slovakia	9.1	12.6	4.9	6.7	3.7	7.0	4.8
Finland	3.2	7.1	-1.5	1.1	-2.7	2.0	0.7
<b>Euro area</b>	<b>4.3</b>	<b>5.5</b>	<b>2.8</b>	<b>2.1</b>	<b>4.4</b>	<b>6.5</b>	<b>2.9</b>
Bulgaria	4.0	3.7	4.5	9.6	3.1	5.7	5.7
Czech Republic	8.4	11.4	4.7	0.2	8.7	7.7	4.3
Denmark	3.7	5.8	1.2	1.6	3.6	1.8	1.4
Croatia	4.7	6.5	2.4	3.1	7.6	10.0	6.7
Hungary	8.8	12.9	3.8	4.2	9.8	7.7	5.8
Poland	7.5	8.8	5.9	6.1	6.7	7.7	8.4
Romania	9.4	10.9	7.7	19.7	8.0	5.4	7.6
Sweden	4.0	5.7	2.0	-0.8	5.3	5.6	3.4
United Kingdom	3.1	4.4	1.6	1.1	1.5	6.1	1.4
<b>European Union</b>	<b>4.4</b>	<b>5.6</b>	<b>2.8</b>	<b>2.2</b>	<b>4.4</b>	<b>6.4</b>	<b>3.0</b>
United States	3.6	4.4	2.5	3.5	4.3	0.1	0.4
Japan	4.1	6.6	1.1	0.8	9.3	3.0	1.2

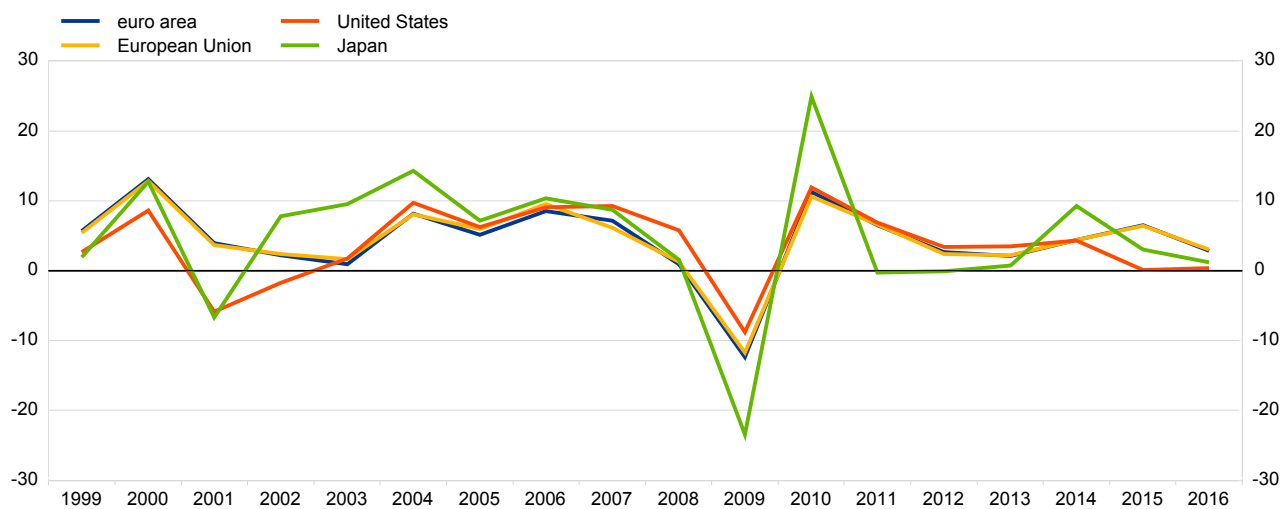
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000, data for Luxembourg available since 2001.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015.

### Chart 2.5 Exports of goods and services

(chain-linked volumes; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.



## 2 Economic activity

### 2.6 Imports of goods and services

(chain-linked volumes; annual percentage changes)

	1999-2016 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016 <sup>2)</sup>	2013	2014	2015	2016
Belgium	3.8	4.4	3.0	0.3	5.9	4.3	5.3
Germany	4.5	5.6	3.1	3.1	4.0	5.5	3.7
Estonia	6.0	8.4	3.1	3.2	2.2	-1.4	4.9
Ireland	7.1	7.8	6.2	1.1	15.3	21.7	.
Greece	1.6	7.2	-5.0	-2.4	7.6	0.3	-0.4
Spain	3.1	6.3	-0.8	-0.5	6.5	5.6	3.3
France	4.1	5.2	2.8	2.1	4.7	6.6	3.7
Italy	2.0	3.5	0.0	-2.4	3.2	6.8	2.9
Cyprus	2.0	4.6	-1.2	-4.8	4.6	2.1	5.3
Latvia	5.1	8.8	0.7	-0.2	0.5	2.1	4.4
Lithuania	7.4	11.0	3.1	9.3	3.3	6.2	2.6
Luxembourg	6.1	7.3	4.8	5.3	13.1	14.0	.
Malta	4.2	5.6	2.9	0.4	1.6	7.5	1.1
Netherlands	4.1	5.3	2.7	1.0	4.2	5.8	3.9
Austria	3.5	4.9	1.7	0.7	1.3	3.4	2.8
Portugal	2.7	4.0	1.1	4.7	7.8	8.2	4.4
Slovenia	4.8	8.4	0.4	2.1	4.2	4.6	6.2
Slovakia	7.1	10.2	3.2	5.6	4.4	8.1	2.9
Finland	3.8	7.0	-0.1	0.5	-1.3	3.1	2.0
Euro area	4.0	5.4	2.1	1.4	4.9	6.5	3.5
Bulgaria	6.9	12.0	0.9	4.3	5.2	5.4	2.8
Czech Republic	7.8	10.9	4.1	0.1	10.1	8.2	3.2
Denmark	4.0	6.6	0.8	1.5	3.6	1.3	2.4
Croatia	3.9	7.3	-0.3	3.1	4.5	9.4	7.3
Hungary	7.7	12.0	2.6	4.5	10.9	6.1	5.7
Poland	6.2	7.9	4.0	1.7	10.0	6.6	8.7
Romania	10.5	16.0	4.0	8.8	8.7	9.2	9.3
Sweden	3.9	5.0	2.4	-0.1	6.3	5.5	3.7
United Kingdom	3.6	4.9	2.0	3.4	2.5	5.5	2.5
European Union	4.1	5.7	2.2	1.7	5.0	6.3	3.6
United States	3.7	5.1	2.0	1.1	4.4	4.6	1.1
Japan	3.0	3.9	1.8	3.3	8.3	0.1	-1.7

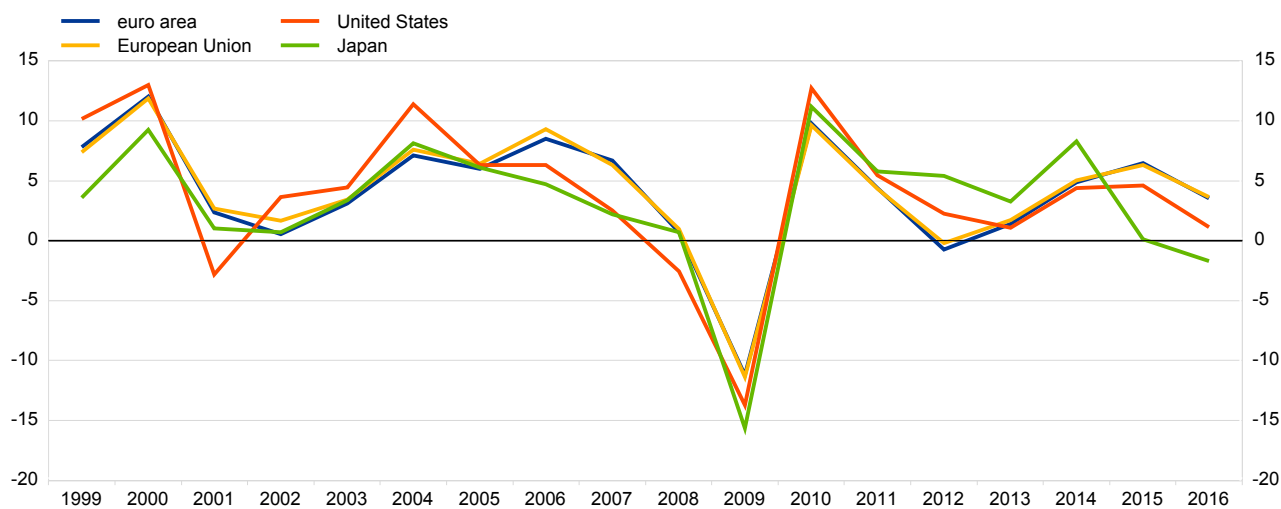
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000, data for Luxembourg available since 2001.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015.

### Chart 2.6 Imports of goods and services

(chain-linked volumes; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

## 2 Economic activity

### 2.7 Nominal GDP

(current prices; EUR billions)

	1999-2016 <sup>1)</sup>	1999-2008	2009-2016 <sup>1)</sup>	2013	2014	2015	2016
Belgium	337.1	296.2	388.2	391.7	400.8	410.4	422.0
Germany	2,513.8	2,283.0	2,802.2	2,826.2	2,923.9	3,032.8	3,132.7
Estonia	13.6	10.2	17.9	18.9	19.8	20.3	20.9
Ireland	165.6	150.1	187.8	180.2	193.2	255.8	.
Greece	190.8	186.3	196.5	180.7	177.9	175.7	175.9
Spain	945.1	849.0	1,065.3	1,025.6	1,037.0	1,075.6	1,113.9
France	1,871.8	1,694.7	2,093.2	2,115.3	2,140.0	2,181.1	2,225.3
Italy	1,508.2	1,417.5	1,621.6	1,604.6	1,621.8	1,645.4	1,672.4
Cyprus	16.0	13.9	18.5	18.1	17.6	17.6	17.9
Latvia	17.2	13.5	21.8	22.8	23.6	24.4	25.0
Lithuania	25.6	19.3	33.4	35.0	36.6	37.3	38.6
Luxembourg	34.9	28.3	44.3	46.4	49.3	51.2	.
Malta	6.2	5.0	7.7	7.6	8.4	9.3	9.9
Netherlands	581.6	524.2	653.3	652.7	663.0	676.5	696.9
Austria	276.6	242.9	318.6	322.5	330.4	339.9	349.5
Portugal	161.8	150.4	176.0	170.3	173.1	179.5	185.0
Slovenia	32.0	27.9	37.1	35.9	37.3	38.6	39.8
Slovakia	52.7	36.4	73.1	74.2	75.9	78.7	81.0
Finland	176.7	158.3	199.7	203.3	205.5	209.5	214.4
<b>Euro area</b>	<b>8,933.4</b>	<b>8,107.3</b>	<b>9,966.1</b>	<b>9,932.1</b>	<b>10,135.2</b>	<b>10,459.6</b>	<b>10,733.2</b>
Bulgaria	30.9	22.0	42.0	42.0	42.8	45.3	47.4
Czech Republic	127.3	100.5	160.8	157.7	156.7	167.0	174.5
Denmark	226.6	202.8	256.2	258.7	265.2	271.8	277.3
Croatia	38.2	33.3	44.3	43.5	43.0	43.8	45.6
Hungary	88.9	77.9	102.6	101.5	105.0	109.7	112.4
Poland	304.2	236.7	388.6	394.7	411.0	429.8	424.6
Romania	103.7	73.0	142.2	144.3	150.4	160.0	169.1
Sweden	351.5	304.2	410.6	435.8	432.7	447.0	462.4
United Kingdom	1,988.9	1,906.3	2,092.1	2,048.3	2,260.8	2,580.1	2,367.6
<b>European Union</b>	<b>12,193.9</b>	<b>11,064.0</b>	<b>13,606.3</b>	<b>13,558.6</b>	<b>14,002.6</b>	<b>14,714.0</b>	<b>14,819.6</b>
United States	11,660.1	10,584.4	13,004.6	12,567.8	13,092.3	16,256.4	16,772.6
Japan	4,111.2	4,072.2	4,160.0	3,880.7	3,661.3	3,949.4	4,470.1

Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015.

## 2 Economic activity

### 2.8 GDP per capita

(current prices; PPPs<sup>1)</sup> in EUR thousands)

	1999-2015 <sup>2)</sup>	1999-2008 <sup>2)</sup>	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	28.9	26.5	32.4	33.0	33.1	33.7	34.4
Germany	29.1	26.4	33.2	33.7	34.2	35.3	36.0
Estonia	14.9	11.9	19.3	20.1	20.7	21.4	21.7
Ireland	33.6	30.8	37.6	36.0	36.5	38.5	51.4
Greece	20.5	20.4	21.3	19.6	19.7	19.8	19.7
Spain	23.1	21.8	25.5	24.8	24.6	25.2	26.0
France	26.5	24.7	29.2	29.2	29.9	30.1	30.8
Italy	25.9	24.9	27.6	27.7	27.1	27.2	27.9
Cyprus	23.0	21.9	25.2	24.7	23.1	22.8	23.6
Latvia	12.9	10.9	16.1	16.6	17.2	17.9	18.7
Lithuania	13.6	10.4	18.4	19.1	20.2	21.1	21.7
Luxembourg	62.8	56.5	70.7	70.5	71.7	75.0	76.5
Malta	20.0	17.8	23.1	22.8	23.6	25.4	26.9
Netherlands	32.4	30.1	36.3	36.2	36.8	36.7	37.2
Austria	30.7	27.9	34.8	35.8	36.1	36.4	37.1
Portugal	19.3	18.1	21.3	20.5	21.1	21.6	22.3
Slovenia	20.8	19.7	22.8	22.3	22.3	23.2	24.0
Slovakia	14.2	10.2	20.3	20.6	21.1	21.8	22.4
Finland	27.9	25.8	31.3	31.4	31.2	31.1	31.7
Euro area	26.3	24.4	29.2	29.2	29.5	30.0	30.9
Bulgaria	9.5	7.6	12.3	12.5	12.6	13.0	13.6
Czech Republic	19.3	17.0	22.9	22.5	23.0	24.3	25.3
Denmark	30.3	27.4	34.6	34.7	35.3	35.8	36.8
Croatia	14.2	12.7	16.3	16.4	16.4	16.5	16.8
Hungary	14.9	12.9	17.9	17.8	18.4	19.1	19.8
Poland	13.7	11.0	17.5	18.2	18.4	19.0	19.9
Romania	10.3	7.6	14.4	14.7	15.0	15.6	16.5
Sweden	30.2	27.8	34.0	34.6	34.5	34.8	35.9
United Kingdom	26.8	25.3	29.2	29.0	29.5	30.5	31.3
European Union	24.1	22.1	27.2	27.2	27.5	28.1	29.0
United States	36.4	34.5	39.5	39.8	39.8	40.8	42.0
Japan	25.5	24.3	27.3	27.7	28.0	28.0	28.8

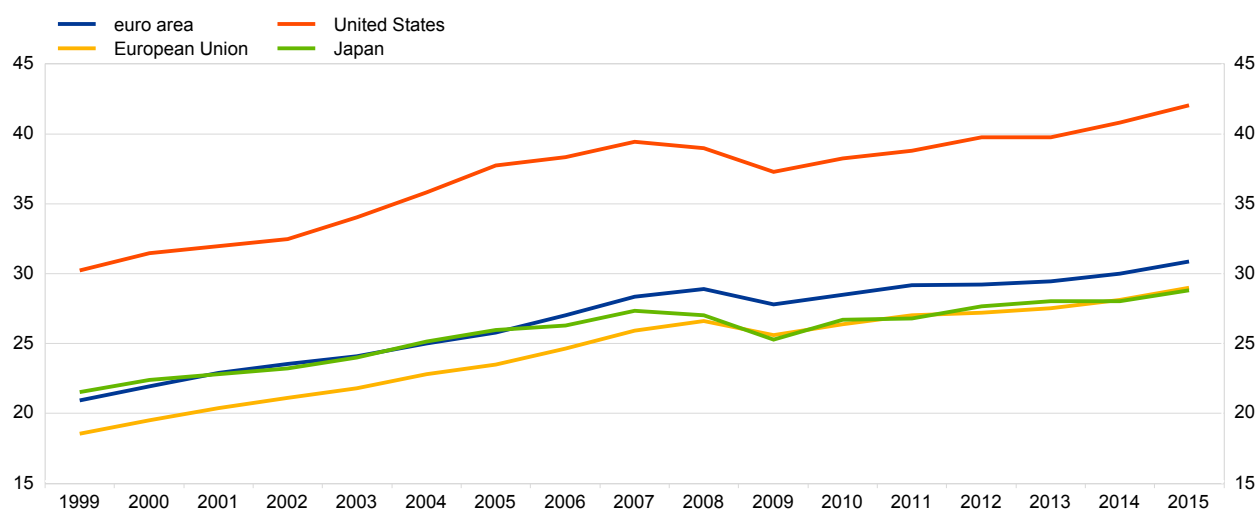
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) GDP in Purchasing Power Standards (PPSs) in euro, calculated on the basis of PPP rates relative to the euro area (Euro 19 = 1).

2) Data for Croatia available since 2000.

### Chart 2.8 GDP per capita

(current prices; PPPs<sup>1)</sup> in EUR thousands)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) GDP in Purchasing Power Standards (PPSs) in euro, calculated on the basis of PPP rates relative to the euro area (Euro 19 = 1).

## 2 Economic activity

### 2.9 Employment

(persons employed; annual percentage changes)

	1999-2016 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016 <sup>2)</sup>	2013	2014	2015	2016
Belgium	0.9	1.1	0.6	-0.3	0.4	0.9	1.3
Germany	0.7	0.6	0.8	0.6	0.8	0.9	1.0
Estonia	0.2	0.6	-0.3	1.2	0.8	2.9	0.3
Ireland	1.6	3.4	-0.5	2.5	1.7	2.5	2.7
Greece	-0.4	1.2	-2.7	-2.6	0.0	0.5	.
Spain	1.2	3.4	-1.5	-2.6	0.9	2.5	2.7
France	0.7	1.1	0.2	0.3	0.5	0.5	0.7
Italy	0.6	1.3	-0.3	-1.8	0.1	0.7	1.3
Cyprus	1.2	2.9	-0.8	-5.9	-1.8	1.9	2.7
Latvia	-0.5	0.8	-2.1	2.3	-1.3	1.3	-0.1
Lithuania	-0.5	-0.5	-0.6	1.3	2.0	1.3	2.0
Luxembourg	3.2	3.9	2.2	1.8	2.6	2.6	.
Malta	1.8	0.9	2.9	3.7	5.1	3.8	3.7
Netherlands	0.7	1.3	0.0	-1.2	-0.2	0.9	1.2
Austria	1.0	1.1	0.8	0.3	0.9	0.6	1.3
Portugal	-0.2	0.4	-1.1	-2.9	1.4	1.4	1.6
Slovenia	0.4	1.2	-0.5	-1.1	0.4	1.1	2.0
Slovakia	0.5	0.6	0.4	-0.8	1.4	2.0	2.4
Finland	0.8	1.6	-0.2	-0.7	-0.5	-0.3	0.6
<b>Euro area</b>	<b>0.7</b>	<b>1.3</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.6</b>	<b>0.6</b>	<b>1.0</b>	<b>1.3</b>
Bulgaria	0.0	1.0	-1.2	-0.4	0.4	0.4	0.5
Czech Republic	0.3	0.4	0.2	0.3	0.6	1.4	1.8
Denmark	0.3	0.8	-0.3	0.0	1.0	1.3	1.7
Croatia	0.9	3.0	-1.5	-2.6	2.7	1.5	0.6
Hungary	0.4	0.1	0.8	1.1	4.8	2.3	2.2
Poland	0.6	1.0	0.3	-0.1	1.7	1.5	0.6
Romania	-1.5	-1.6	-1.3	-0.9	0.8	-0.9	.
Sweden	1.0	1.1	0.9	1.0	1.4	1.5	1.7
United Kingdom	0.9	1.0	0.9	1.2	2.4	1.8	1.4
<b>European Union</b>	<b>0.6</b>	<b>1.0</b>	<b>0.0</b>	<b>-0.3</b>	<b>1.0</b>	<b>1.1</b>	<b>1.2</b>
United States	0.7	1.0	0.3	1.0	1.6	1.7	.
Japan	-0.2	-0.2	-0.2	0.6	0.6	.	.

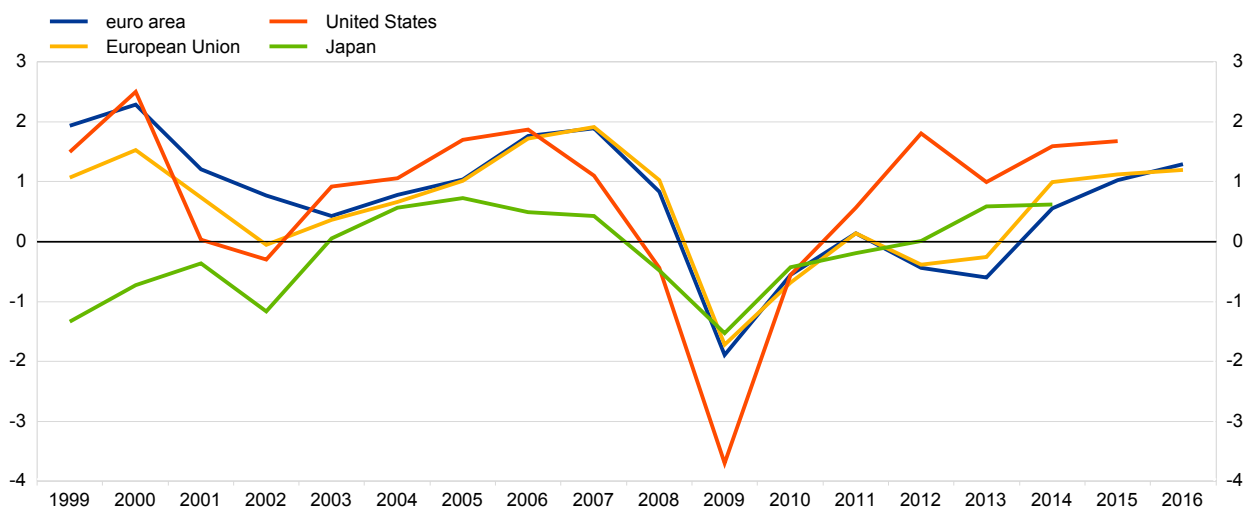
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Croatia and Poland available since 2000.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015. However, for Japan the average refers to the periods 1999-2014 and 2009-2014.

### Chart 2.9 Employment

(persons employed; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

## 2 Economic activity

### 2.10 Labour productivity

(per persons employed; annual percentage changes)

	1999-2016 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016 <sup>2)</sup>	2013	2014	2015	2016
Belgium	0.7	1.1	0.3	0.3	1.2	0.6	-0.1
Germany	0.6	1.0	0.2	-0.1	0.8	0.8	0.9
Estonia	3.2	5.1	1.0	0.2	2.0	-1.3	1.3
Ireland	3.2	1.8	5.2	-1.4	6.7	23.2	.
Greece	0.5	2.2	-1.6	-0.6	0.3	-0.7	-1.3
Spain	0.6	0.1	1.3	0.9	0.5	0.7	0.5
France	0.7	1.0	0.4	0.3	0.2	0.8	0.5
Italy	-0.2	0.0	-0.5	0.1	0.0	0.1	-0.4
Cyprus	0.7	1.2	-0.1	0.0	0.2	-0.2	0.1
Latvia	4.2	5.8	2.2	0.3	3.5	1.4	2.0
Lithuania	4.3	6.6	1.4	2.1	1.5	0.5	0.3
Luxembourg	-0.1	-0.2	-0.1	2.3	2.0	0.9	.
Malta	1.0	1.2	0.8	0.8	3.0	3.5	1.3
Netherlands	0.8	1.2	0.5	1.0	1.7	1.0	0.9
Austria	0.6	1.3	-0.2	-0.2	-0.3	0.3	0.1
Portugal	0.9	1.2	0.6	1.8	-0.5	0.2	-0.2
Slovenia	1.8	3.1	0.2	0.0	2.7	1.2	0.5
Slovakia	3.1	4.5	1.5	2.3	1.1	1.8	0.9
Finland	0.8	1.7	-0.3	0.0	-0.2	0.6	1.0
<b>Euro area</b>	<b>0.6</b>	<b>0.8</b>	<b>0.4</b>	<b>0.3</b>	<b>0.6</b>	<b>1.0</b>	<b>0.4</b>
Bulgaria	3.1	3.7	2.3	1.3	1.0	3.3	2.9
Czech Republic	2.4	3.6	0.8	-0.8	2.2	3.1	0.6
Denmark	0.8	0.9	0.8	1.0	0.7	0.4	-0.6
Croatia	0.7	1.2	0.2	1.6	-3.1	0.1	2.3
Hungary	1.7	3.3	-0.2	1.0	-0.7	0.9	-0.2
Poland	2.7	2.6	2.8	1.5	1.5	2.4	2.2
Romania	4.9	7.1	1.9	4.4	2.3	4.9	.
Sweden	1.5	1.9	0.9	0.3	1.1	2.5	1.6
United Kingdom	1.0	1.5	0.3	0.7	0.7	0.4	0.4
<b>European Union</b>	<b>1.0</b>	<b>1.3</b>	<b>0.6</b>	<b>0.5</b>	<b>0.6</b>	<b>1.1</b>	<b>0.7</b>
United States	1.4	1.5	1.2	0.7	0.8	0.9	.
Japan	0.9	1.3	0.4	0.8	-0.6	.	.

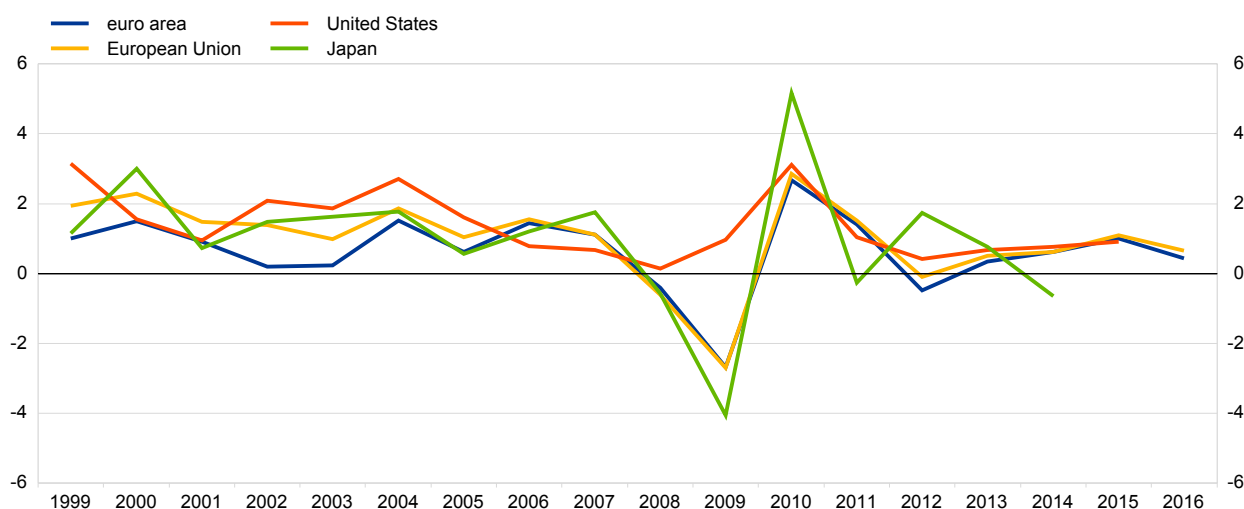
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Luxembourg and Malta available since 2000; and for Poland since 2002.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015. However, for Japan the average refers to the periods 1999-2014 and 2009-2014.

### Chart 2.10 Labour productivity

(per persons employed; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

## 2 Economic activity

### 2.11 Unemployment

(percentage of the labour force)

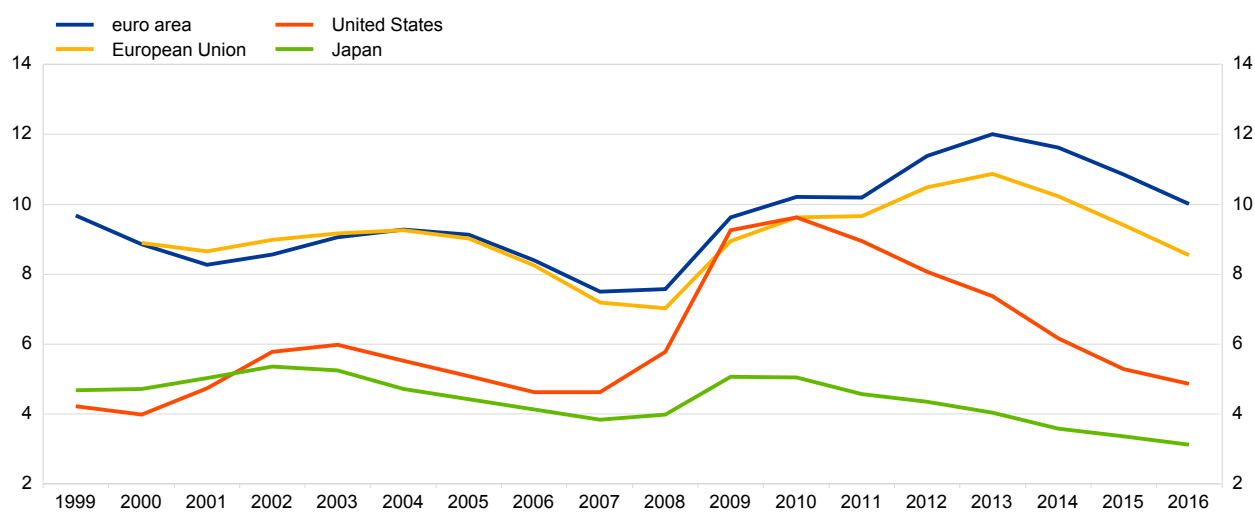
	1999-2016 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	7.9	7.7	8.1	8.4	8.5	8.5	8.0
Germany	7.7	9.1	5.8	5.2	5.0	4.6	4.1
Estonia	9.9	9.3	10.7	8.6	7.4	6.2	6.8
Ireland	8.0	4.7	12.7	13.1	11.3	9.4	7.9
Greece	14.3	10.0	20.5	27.5	26.5	24.9	23.5
Spain	15.5	10.7	22.4	26.1	24.5	22.1	19.6
France	9.2	8.9	9.8	10.3	10.3	10.4	10.0
Italy	9.1	8.2	10.3	12.1	12.7	11.9	11.7
Cyprus	7.3	4.3	11.2	15.9	16.1	14.9	13.3
Latvia	12.3	10.9	14.4	11.9	10.8	9.9	9.6
Lithuania	11.9	11.0	13.2	11.8	10.7	9.1	7.9
Luxembourg	4.4	3.6	5.4	5.9	6.0	6.5	6.3
Malta	6.7	7.0	6.3	6.4	5.8	5.4	4.8
Netherlands	5.0	4.4	6.0	7.3	7.4	6.9	6.0
Austria	4.9	4.7	5.2	5.4	5.6	5.7	6.0
Portugal	9.8	7.3	13.5	16.4	14.1	12.6	11.2
Slovenia	7.1	6.1	8.4	10.1	9.7	9.0	7.9
Slovakia	14.9	16.0	13.3	14.2	13.2	11.5	9.7
Finland	8.4	8.5	8.3	8.2	8.7	9.4	8.8
<b>Euro area</b>	<b>9.5</b>	<b>8.6</b>	<b>10.8</b>	<b>12.0</b>	<b>11.6</b>	<b>10.9</b>	<b>10.0</b>
Bulgaria	11.6	12.4	10.6	13.0	11.4	9.2	7.7
Czech Republic	7.0	7.3	6.5	7.0	6.1	5.1	4.0
Denmark	5.5	4.5	6.9	7.0	6.5	6.2	6.2
Croatia	13.7	13.1	14.5	17.3	17.3	16.3	12.8
Hungary	7.9	6.6	9.7	10.1	7.7	6.8	5.1
Poland	12.9	15.5	9.2	10.4	9.0	7.5	6.2
Romania	7.1	7.2	6.9	7.1	6.8	6.8	5.9
Sweden	7.1	6.5	8.0	8.0	7.9	7.4	6.9
United Kingdom	6.0	5.2	7.2	7.6	6.1	5.3	4.8
<b>European Union</b>	<b>9.1</b>	<b>8.5</b>	<b>9.9</b>	<b>10.9</b>	<b>10.2</b>	<b>9.4</b>	<b>8.5</b>
United States	6.2	5.0	7.8	7.4	6.2	5.3	4.9
Japan	4.5	4.6	4.3	4.0	3.6	3.4	3.1

Source: Eurostat.

1) Data for Estonia, Cyprus, Malta, Bulgaria, Croatia and the European Union available since 2000.

### Chart 2.11 Unemployment

(percentage of the labour force)



Source: Eurostat.

## 2 Economic activity

### 2.12 Household debt <sup>1)</sup> (percentages of GDP)

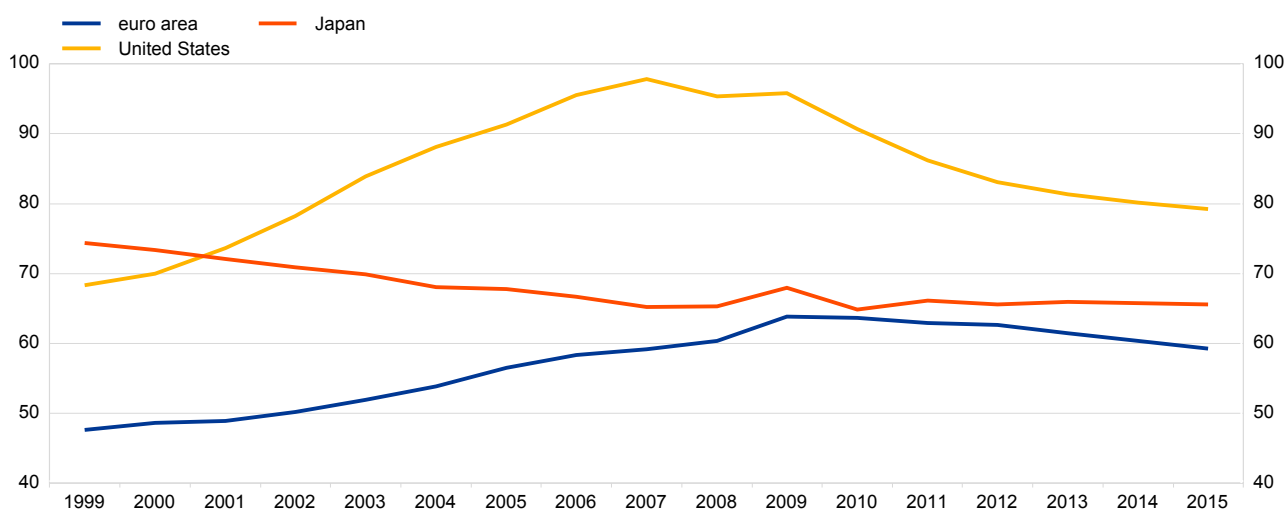
	1999-2015 <sup>2)</sup>	1999-2008 <sup>2)</sup>	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	46.9	41.5	54.6	54.7	55.8	57.7	58.7
Germany	62.9	67.3	56.7	56.3	55.4	54.3	53.5
Estonia	33.7	25.4	45.5	41.9	40.2	39.7	40.7
Ireland	85.1	76.5	94.8	98.8	93.5	82.3	58.5
Greece	42.1	28.3	61.7	64.6	65.1	63.4	62.4
Spain	68.3	61.4	78.2	80.6	77.1	72.7	67.8
France	45.8	39.4	54.9	55.2	55.7	56.0	56.6
Italy	35.2	29.7	43.2	44.0	43.5	42.7	42.2
Cyprus	99.5	82.4	123.7	126.5	127.5	131.0	129.2
Latvia	35.6	34.5	36.4	33.2	29.8	26.4	24.5
Lithuania	17.0	11.2	25.4	23.7	22.4	21.5	22.2
Luxembourg	49.4	43.1	55.8	56.2	56.1	56.8	58.5
Malta	54.4	48.3	58.8	60.3	59.1	57.6	55.5
Netherlands	106.7	100.1	116.3	118.4	114.7	113.1	112.0
Austria	50.3	48.6	52.8	52.4	51.6	51.6	51.8
Portugal	78.8	72.9	87.1	90.7	86.3	82.3	77.5
Slovenia	23.9	19.1	29.4	30.9	30.0	28.5	27.8
Slovakia	17.6	10.0	28.4	27.7	29.6	32.2	34.7
Finland	50.2	41.2	63.1	63.6	64.0	65.5	66.8
<b>Euro area</b>	<b>57.0</b>	<b>53.5</b>	<b>62.0</b>	<b>62.7</b>	<b>61.5</b>	<b>60.4</b>	<b>59.3</b>
Bulgaria	17.2	11.9	24.0	23.2	23.1	23.1	21.7
Czech Republic	20.9	14.4	30.2	30.9	31.7	30.5	30.7
Denmark	117.9	105.9	135.0	135.7	132.8	131.4	128.3
Croatia	34.4	29.0	40.7	41.2	40.5	40.4	39.1
Hungary	23.8	18.3	31.7	31.7	28.1	25.6	21.5
Poland	27.3	18.8	34.6	34.1	35.1	35.6	36.1
Romania	13.0	7.9	20.2	20.6	19.2	18.1	17.5
Sweden	66.3	56.6	80.3	80.5	82.3	83.3	83.9
United Kingdom	84.1	79.9	90.2	90.0	87.6	85.8	86.0
<b>European Union</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
United States	84.6	84.2	85.2	83.1	81.3	80.2	79.2
Japan	68.0	69.4	66.0	65.6	66.0	65.8	65.6

Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

1) Defined as outstanding amounts of loans received by households and non-profit institutions serving households.

2) Data for the European Union are not available. Data for Greece and Lithuania since 1999; for Bulgaria available since 2000; for Ireland, Croatia and Slovenia since 2001; for Luxembourg since 2002; for Poland since 2003; and for Latvia and Malta since 2004.

Chart 2.12 Household debt  
(percentages of GDP)



Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

## 2 Economic activity

### 2.13 Household savings ratio

(percentages of adjusted disposable income<sup>1)</sup>)

	1999-2015 <sup>2)</sup>	1999-2008 <sup>2)</sup>	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	15.0	16.0	13.6	12.9	12.3	12.1	11.7
Germany	16.3	16.1	16.6	16.4	16.3	16.7	17.0
Estonia	4.7	1.3	9.4	8.9	6.2	9.4	8.8
Ireland	8.8	7.0	11.4	11.8	10.3	10.9	10.7
Greece	3.6	6.7	-0.9	-0.2	-4.1	-5.6	-5.8
Spain	9.7	9.5	9.9	8.6	9.6	9.0	8.2
France	14.8	14.9	14.8	14.7	14.0	14.1	14.1
Italy	12.9	14.3	11.1	9.5	11.0	11.1	10.4
Cyprus	4.7	7.2	1.2	3.6	-3.3	-7.9	-5.7
Latvia	0.9	1.6	-0.1	-3.8	-4.5	-3.5	-2.2
Lithuania	2.6	2.5	2.7	1.8	2.1	-0.6	-1.9
Luxembourg	-	-	-	-	-	-	-
Malta	-	-	-	-	-	-	-
Netherlands	12.9	12.4	13.5	14.1	14.1	13.1	12.7
Austria	14.8	15.6	13.8	14.0	12.6	12.6	13.0
Portugal	8.6	9.5	7.5	7.7	7.8	5.2	4.4
Slovenia	14.2	16.0	13.2	10.8	13.4	13.3	14.8
Slovakia	7.5	7.9	7.1	6.2	5.9	7.2	8.8
Finland	8.5	8.5	8.4	7.8	8.6	7.2	6.8
<b>Euro area</b>	<b>13.3</b>	<b>13.6</b>	<b>12.9</b>	<b>12.3</b>	<b>12.5</b>	<b>12.5</b>	<b>12.3</b>
Bulgaria	-8.1	-9.8	-5.3	-8.5	-1.5	-14.3	.
Czech Republic	11.5	11.3	11.8	11.1	10.9	11.8	11.8
Denmark	6.5	5.6	7.9	7.0	8.8	5.2	10.5
Croatia	9.6	7.9	11.6	12.1	10.5	11.8	.
Hungary	9.5	9.5	9.5	8.2	9.8	10.9	9.6
Poland	6.3	8.8	2.9	1.5	2.5	1.9	2.1
Romania	-3.0	-6.5	2.0	-14.6	13.3	13.2	15.1
Sweden	12.7	9.8	16.7	17.9	17.7	18.3	18.7
United Kingdom	7.8	7.6	8.2	8.3	6.7	6.8	6.5
<b>European Union</b>	<b>11.5</b>	<b>11.7</b>	<b>11.2</b>	<b>10.9</b>	<b>10.8</b>	<b>10.6</b>	<b>10.3</b>
United States	8.0	7.2	9.2	10.7	8.2	8.8	9.0
Japan	10.8	12.1	8.8	9.2	6.9	6.0	7.0

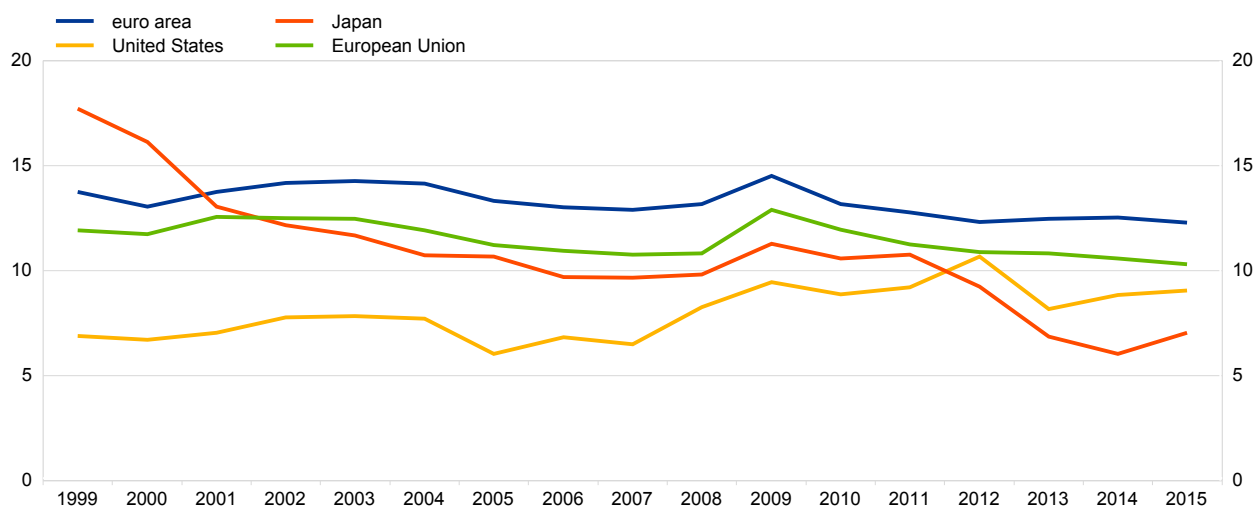
Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

1) Disposable income adjusted for the change in the net equity of households in pension fund reserves.

2) Data for Luxembourg and Malta are not available. Data for Ireland and Poland available since 1999; for Croatia since 2002; for Lithuania since 2004; and for Slovenia since 2005.

### Chart 2.13 Household savings

(percentages of adjusted disposable income)



Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.



## 2 Economic activity

### 2.14 Non-financial corporations' debt <sup>1)</sup> (percentages of GDP)

	1999-2015 <sup>2)</sup>	1999-2008 <sup>2)</sup>	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	127.7	114.2	147.1	147.9	149.1	150.6	154.9
Germany	64.5	65.8	62.7	61.9	63.5	61.0	60.7
Estonia	88.3	85.0	93.1	87.3	87.3	90.4	90.2
Ireland	147.0	97.8	203.3	207.7	197.3	223.9	265.1
Greece	54.9	47.5	65.5	66.9	64.1	65.1	63.9
Spain	106.1	94.4	122.9	126.1	120.2	112.8	105.5
France	108.5	101.1	119.0	120.6	118.8	125.9	126.6
Italy	77.6	70.5	87.7	89.7	87.6	86.8	83.9
Cyprus	200.9	193.9	211.0	203.9	215.5	225.1	226.1
Latvia	78.3	66.6	86.7	84.8	79.6	77.1	77.5
Lithuania	43.2	44.2	42.5	41.6	38.3	36.1	35.9
Luxembourg	307.3	259.5	355.0	359.3	339.5	345.3	367.4
Malta	139.0	121.9	151.2	156.7	150.0	145.1	138.9
Netherlands	121.4	119.0	125.0	125.2	124.1	125.0	124.3
Austria	93.2	90.9	96.6	96.7	99.1	95.8	96.0
Portugal	113.4	101.3	130.7	143.3	136.7	128.3	120.7
Slovenia	81.3	71.8	88.1	93.7	89.4	79.6	68.2
Slovakia	44.8	43.2	47.1	46.0	47.5	48.0	49.1
Finland	98.3	89.7	110.5	109.0	113.1	112.2	116.1
<b>Euro area</b>	<b>100.2</b>	<b>95.2</b>	<b>106.5</b>	<b>107.0</b>	<b>104.4</b>	<b>106.4</b>	<b>108.3</b>
Bulgaria	86.7	66.6	112.5	111.6	119.4	113.6	99.9
Czech Republic	45.4	44.7	46.5	46.0	52.5	50.1	46.3
Denmark	86.2	80.5	94.3	97.5	94.6	91.6	89.6
Croatia	81.4	64.3	100.9	102.4	103.5	101.5	101.2
Hungary	72.2	62.0	86.7	87.4	83.4	82.2	77.6
Poland	38.2	33.1	42.5	42.5	43.7	46.1	47.2
Romania	49.3	44.5	56.1	52.1	48.6	45.1	43.7
Sweden	134.3	122.4	151.3	149.8	150.4	150.9	151.4
United Kingdom	116.3	110.3	124.9	129.7	118.1	135.5	122.2
<b>European Union</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
United States <sup>3)</sup>	66.3	64.9	68.3	66.9	67.6	68.9	70.9
Japan <sup>4)</sup>	109.2	112.4	104.7	104.0	103.6	102.8	100.2

Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

1) Defined as outstanding amounts of loans taken, debt securities issued and pension scheme liabilities.

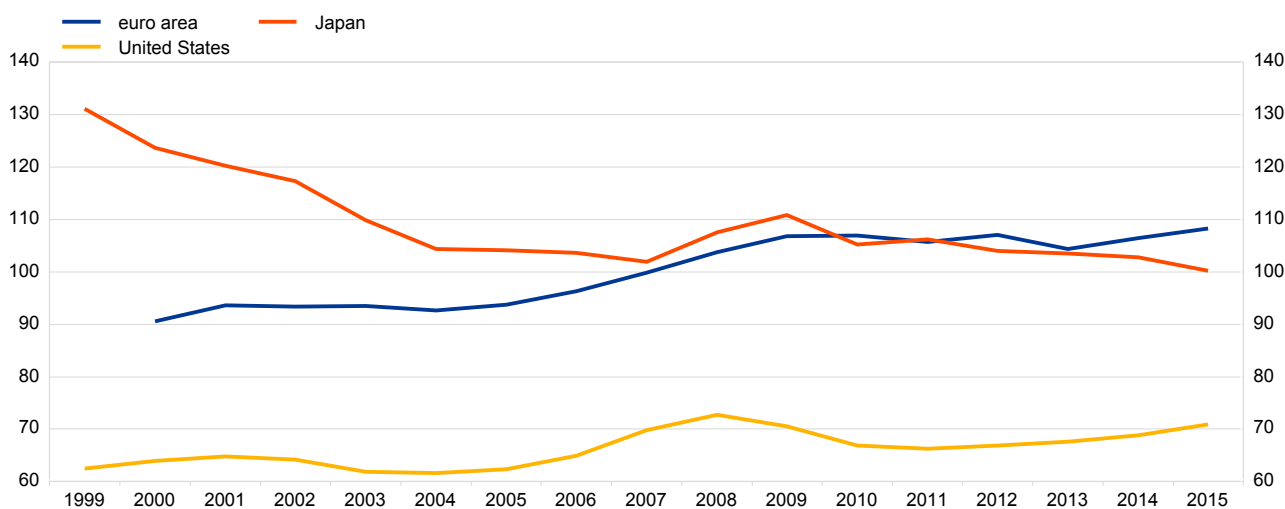
2) Data for the European Union are not available. Data for Austria and Denmark available since 1999; for Bulgaria since 2000; for Ireland and Croatia since 2001; for Luxembourg since 2002; for Poland since 2003; and for Latvia, Lithuania, Malta and Slovenia since 2004.

3) Figures for the United States do not include inter-company loans and pension scheme liabilities.

4) Figures for Japan do not include pension scheme liabilities.

### Chart 2.14 Non-financial corporations' debt

(percentages of GDP)



Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

## 3 Prices and costs

### 3.1 HICP

(annual percentage changes)

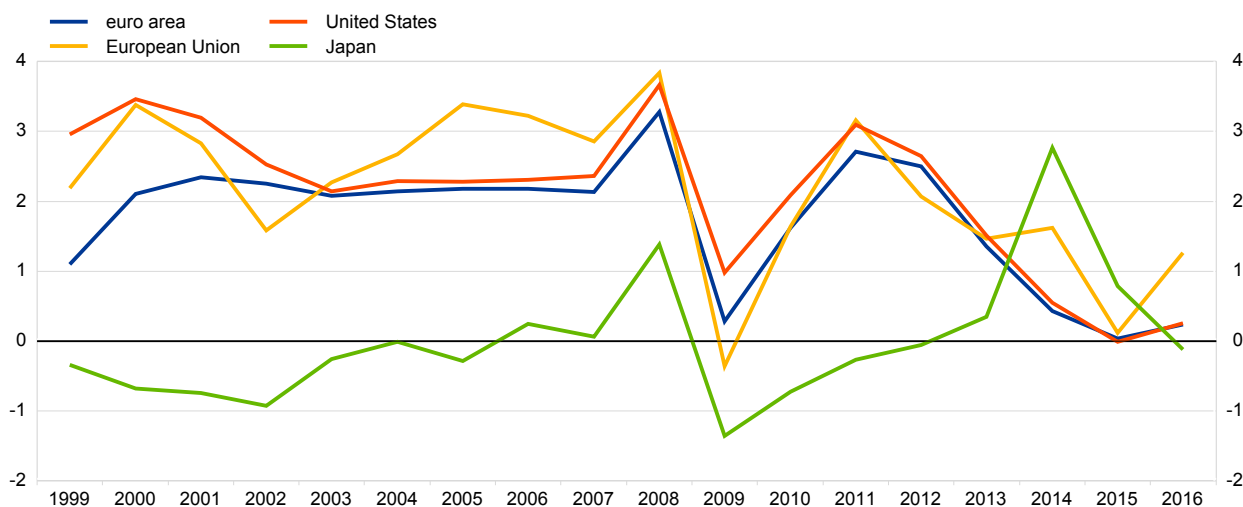
	1999-2016	1999-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.9	2.2	1.5	1.2	0.5	0.6	1.8
Germany	1.4	1.7	1.1	1.6	0.8	0.1	0.4
Estonia	3.5	4.6	2.1	3.2	0.5	0.1	0.8
Ireland	1.9	3.4	0.0	0.5	0.3	0.0	-0.2
Greece	2.2	3.3	0.8	-0.9	-1.4	-1.1	0.0
Spain	2.2	3.2	0.9	1.5	-0.2	-0.6	-0.3
France	1.5	1.9	1.0	1.0	0.6	0.1	0.3
Italy	1.9	2.4	1.3	1.2	0.2	0.1	-0.1
Cyprus	1.9	2.7	0.8	0.4	-0.3	-1.5	-1.2
Latvia	3.6	5.6	1.2	0.0	0.7	0.2	0.1
Lithuania	2.3	2.7	1.7	1.2	0.2	-0.7	0.7
Luxembourg	2.2	2.8	1.5	1.7	0.7	0.1	0.0
Malta	2.2	2.6	1.7	1.0	0.8	1.2	0.9
Netherlands	1.9	2.4	1.3	2.6	0.3	0.2	0.1
Austria	1.8	1.9	1.7	2.1	1.5	0.8	1.0
Portugal	2.1	2.9	1.0	0.4	-0.2	0.5	0.6
Slovenia	3.5	5.4	1.1	1.9	0.4	-0.8	-0.2
Slovakia	3.9	6.2	1.2	1.5	-0.1	-0.3	-0.5
Finland	1.7	1.8	1.7	2.2	1.2	-0.2	0.4
<b>Euro area</b>	<b>1.7</b>	<b>2.2</b>	<b>1.1</b>	<b>1.4</b>	<b>0.4</b>	<b>0.0</b>	<b>0.2</b>
Bulgaria	4.1	6.7	0.9	0.4	-1.6	-1.1	-1.3
Czech Republic	2.1	2.7	1.3	1.4	0.4	0.3	0.6
Denmark	1.7	2.1	1.2	0.5	0.4	0.2	0.0
Croatia	2.5	3.4	1.3	2.3	0.2	-0.3	-0.6
Hungary	4.8	6.7	2.5	1.7	0.0	0.1	0.4
Poland	2.9	3.9	1.8	0.8	0.1	-0.7	-0.2
Romania	11.8	19.5	3.0	3.2	1.4	-0.4	-1.1
Sweden	1.4	1.7	1.1	0.4	0.2	0.7	1.1
United Kingdom	1.9	1.8	2.2	2.6	1.5	0.0	0.7
<b>European Union</b>	<b>2.1</b>	<b>2.7</b>	<b>1.4</b>	<b>1.5</b>	<b>0.5</b>	<b>0.0</b>	<b>0.3</b>
United States <sup>(1)</sup>	2.2	2.8	1.4	1.5	1.6	0.1	1.3
Japan <sup>(1)</sup>	0.0	-0.2	0.2	0.3	2.8	0.8	-0.1

Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data refer to the consumer price index.

Chart 3.1 HICP 1)

(annual percentage changes)



Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for the United States and Japan refer to the consumer price index.

## 3 Prices and costs

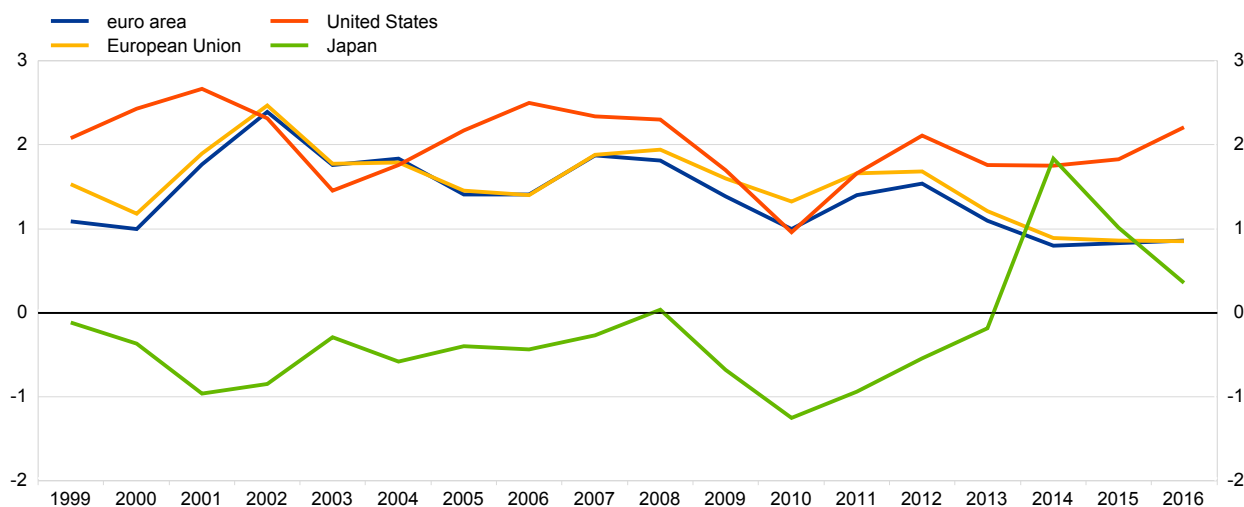
### 3.2 HICP excluding food and energy (annual percentage changes)

	1999-2016 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.6	1.5	1.6	1.5	1.5	1.6	1.8
Germany	1.0	1.0	1.1	1.2	1.1	1.1	1.1
Estonia	2.8	3.8	1.5	1.9	1.3	1.2	1.2
Ireland	1.6	3.0	0.0	0.1	0.7	1.6	0.7
Greece	1.7	2.9	0.2	-2.4	-1.5	-0.4	0.6
Spain	1.8	2.7	0.8	1.3	-0.1	0.3	0.7
France	1.2	1.4	1.0	0.7	1.0	0.6	0.6
Italy	1.8	2.1	1.3	1.2	0.7	0.7	0.5
Cyprus	0.9	1.3	0.5	-0.3	0.1	-0.4	-0.8
Latvia	2.5	4.3	0.3	-0.1	1.7	1.5	1.2
Lithuania	1.4	1.7	1.1	1.4	0.7	1.9	1.7
Luxembourg	1.8	1.9	1.7	2.0	1.3	1.7	1.0
Malta	1.7	2.1	1.2	0.1	1.5	1.5	1.0
Netherlands	1.6	1.9	1.4	2.5	0.6	0.9	0.6
Austria	1.7	1.5	1.9	2.2	1.7	1.7	1.6
Portugal	1.8	2.7	0.7	0.1	0.2	0.6	0.9
Slovenia	2.9	4.9	0.5	0.9	0.6	0.3	0.7
Slovakia	3.4	5.1	1.3	1.4	0.5	0.5	0.9
Finland	1.6	1.5	1.6	1.8	1.6	0.8	1.1
<b>Euro area</b>	<b>1.4</b>	<b>1.6</b>	<b>1.1</b>	<b>1.1</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>	<b>0.9</b>
Bulgaria	3.8	6.5	0.5	0.0	-1.6	-0.6	-1.0
Czech Republic	1.3	1.9	0.6	0.3	0.5	0.7	1.2
Denmark	1.5	1.8	1.1	0.5	0.6	1.2	0.5
Croatia	1.4	3.2	0.8	0.9	0.5	0.8	0.2
Hungary	3.3	4.3	2.4	2.3	1.4	1.7	1.5
Poland	2.5	3.5	1.2	0.7	0.2	0.5	0.2
Romania	5.8	9.3	2.8	2.3	2.3	1.6	0.0
Sweden	1.1	1.1	1.0	0.3	0.4	0.9	1.2
United Kingdom	1.5	1.1	1.9	2.0	1.6	1.0	1.2
<b>European Union</b>	<b>1.5</b>	<b>1.7</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>	<b>0.9</b>	<b>0.9</b>	<b>0.9</b>
United States <sup>2)</sup>	2.0	2.4	1.7	1.8	1.7	1.8	2.2
Japan <sup>2)</sup>	-0.3	-0.2	-0.1	-0.2	1.8	1.0	0.4

Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Slovenia and Czech Republic available since 2001; for Hungary and Romania since 2002; and for Croatia since 2006.  
2) Data refer to the consumer price index.

Chart 3.2 HICP excluding food and energy<sup>1)</sup>  
(annual percentage changes)



Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for the United States and Japan refer to the consumer price index.

## 3 Prices and costs

### 3.3 GDP deflator

(annual percentage changes)

	1999-2016 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016 <sup>2)</sup>	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.7	1.9	1.4	1.2	0.7	0.9	1.6
Germany	1.1	0.8	1.6	2.0	1.8	2.0	1.4
Estonia	4.8	6.5	2.4	3.9	1.7	1.0	1.7
Ireland	2.1	3.4	0.3	1.4	-1.2	4.9	.
Greece	1.7	3.2	-0.2	-2.4	-1.8	-1.0	0.1
Spain	2.0	3.6	0.2	0.4	-0.3	0.5	0.3
France	1.4	1.8	0.7	0.8	0.5	0.6	0.8
Italy	1.9	2.4	1.1	1.2	1.0	0.7	0.8
Cyprus	2.1	3.4	0.3	-1.0	-1.5	-1.3	-1.3
Latvia	4.7	7.8	0.3	1.5	1.6	0.4	0.7
Lithuania	2.5	3.3	1.3	1.4	1.0	0.2	1.2
Luxembourg	2.8	3.3	2.4	1.3	1.5	0.4	.
Malta	2.5	2.5	2.5	2.0	2.0	2.4	1.6
Netherlands	1.7	2.5	0.6	1.4	0.1	0.1	0.8
Austria	1.7	1.6	1.7	1.6	1.8	1.9	1.3
Portugal	2.2	3.2	0.9	2.3	0.7	2.1	1.6
Slovenia	3.3	4.9	0.9	0.9	0.8	1.0	0.6
Slovakia	2.8	4.6	0.3	0.5	-0.2	-0.2	-0.4
Finland	1.7	1.5	2.0	2.6	1.7	1.7	0.8
<b>Euro area</b>	<b>1.6</b>	<b>2.0</b>	<b>1.0</b>	<b>1.2</b>	<b>0.9</b>	<b>1.1</b>	<b>0.9</b>
Bulgaria	4.3	6.0	2.1	-0.7	0.5	2.2	1.1
Czech Republic	1.8	2.3	1.1	1.4	2.5	1.0	1.1
Denmark	2.0	2.5	1.3	0.9	0.8	0.9	0.7
Croatia	2.8	4.1	1.1	0.8	0.0	0.1	-0.1
Hungary	4.9	6.4	2.8	2.9	3.4	1.7	1.0
Poland	-	-	1.9	0.3	0.5	0.6	0.2
Romania	15.1	23.6	3.9	3.4	1.7	2.4	1.9
Sweden	1.7	1.8	1.5	1.1	1.8	2.0	1.4
United Kingdom	1.9	2.2	1.5	1.9	1.6	0.6	1.7
<b>European Union</b>	<b>1.7</b>	<b>2.0</b>	<b>1.3</b>	<b>0.6</b>	<b>1.6</b>	<b>2.8</b>	<b>-1.1</b>
United States	2.0	2.3	1.5	1.6	1.8	1.1	1.3
Japan	-0.8	-1.2	-0.2	-0.3	1.7	2.0	0.3

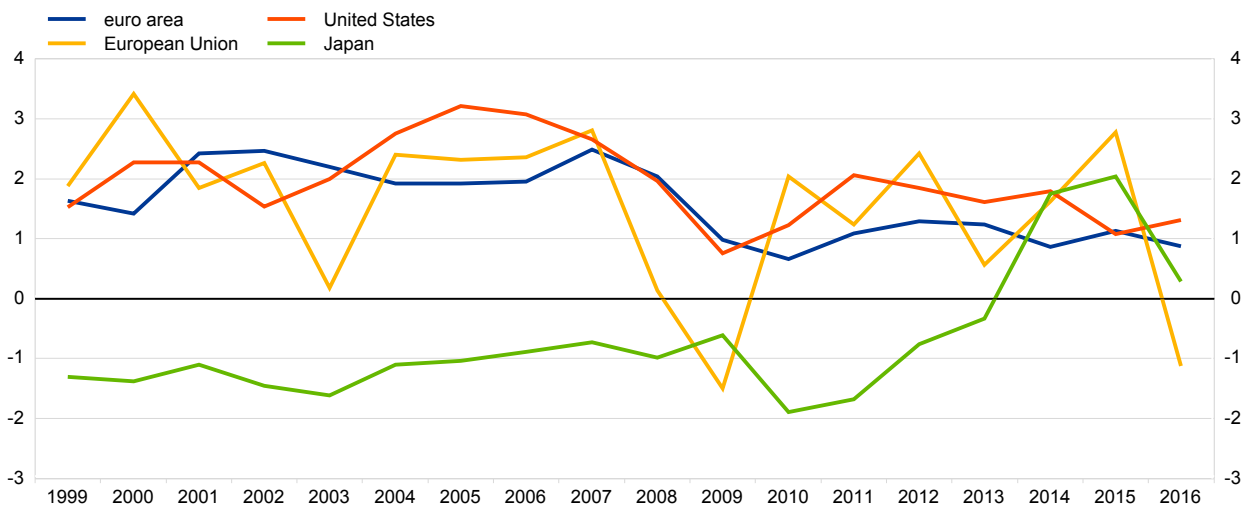
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Luxembourg, Malta and Croatia available since 2000; and for Poland since 2003.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015.

### Chart 3.3 GDP deflator

(annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

## 3 Prices and costs

### 3.4 Industrial producer prices (annual percentage changes)

	1999-2016 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.8	3.4	-0.1	0.6	-4.6	-4.2	-1.8
Germany	1.3	2.4	0.0	0.0	-0.9	-1.8	-1.7
Estonia	2.8	4.7	1.4	9.9	-2.3	-2.8	-2.1
Ireland	1.2	4.0	0.1	1.5	-0.3	-4.4	-2.8
Greece	2.5	4.7	-0.1	-0.7	-0.8	-5.8	-5.4
Spain	2.1	3.3	0.6	0.6	-1.3	-2.1	-3.1
France	1.3	2.4	0.0	0.3	-1.3	-2.2	-2.3
Italy	1.6	3.0	-0.3	-1.2	-1.8	-3.4	-2.2
Cyprus	2.4	4.8	0.1	-2.1	-3.1	-5.7	-3.8
Latvia	4.4	8.4	1.0	1.1	0.1	-1.4	-3.3
Lithuania	2.3	4.8	-0.8	-0.3	-5.1	-9.1	-3.3
Luxembourg	2.4	5.5	-1.3	1.3	-4.8	-0.5	-6.0
Malta	3.9	5.2	2.6	0.9	-1.1	-3.2	-0.3
Netherlands	1.9	4.7	-1.4	-1.3	-3.2	-7.3	-5.2
Austria	1.1	1.8	0.1	-1.0	-1.5	-2.1	-2.5
Portugal	2.2	3.8	0.2	-0.4	-1.5	-4.2	-1.7
Slovenia	2.8	4.7	0.5	0.3	-1.1	-0.5	-1.4
Slovakia	2.1	5.1	-1.5	-0.2	-3.6	-4.3	-4.4
Finland	1.6	2.6	0.5	0.9	-0.9	-2.2	-1.7
<b>Euro area</b>	<b>1.5</b>	<b>2.8</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.2</b>	<b>-1.5</b>	<b>-2.7</b>	<b>-2.3</b>
Bulgaria	4.5	7.2	1.2	-1.3	-0.9	-1.7	-2.8
Czech Republic	1.4	2.6	-0.1	0.8	-0.8	-3.2	-3.2
Denmark	3.0	5.3	0.1	2.2	-2.3	-6.5	-1.5
Croatia	2.5	3.8	0.8	0.4	-2.7	-3.8	-3.9
Hungary	5.0	8.0	1.3	-0.5	-2.1	-3.0	-3.1
Poland	2.5	3.5	1.5	-1.2	-1.4	-2.4	-0.2
Romania	9.8	18.0	2.1	3.7	0.2	-1.8	-2.3
Sweden	1.8	3.1	0.2	-0.7	0.1	-1.1	0.0
United Kingdom	2.6	4.3	0.5	1.0	-2.3	-7.6	-0.3
<b>European Union</b>	<b>1.7</b>	<b>3.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.0</b>	<b>-1.5</b>	<b>-3.3</b>	<b>-2.0</b>
United States <sup>(2)</sup>	2.2	3.1	1.0	1.2	1.9	-3.3	-1.0
Japan <sup>(3)</sup>	-0.1	0.5	-0.8	1.2	3.2	-2.3	-3.5

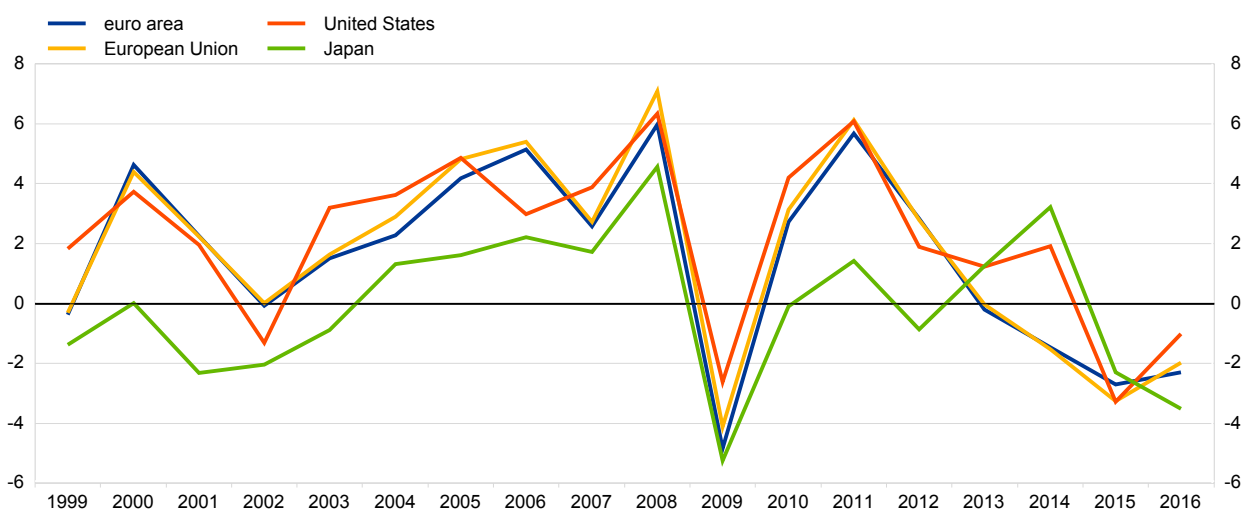
Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Cyprus, Malta, Bulgaria, Poland and Romania available since 2001; for Latvia since 2002; for Estonia since 2003; and for Ireland since 2006.

2) Data refer to finished goods.

3) Data refer to the output price index in the manufacturing sector.

Chart 3.4 Industrial producer prices <sup>1)</sup>  
(annual percentage changes)



Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for the United States refer to finished goods; data for Japan refer to the output price index in the manufacturing sector.

## 3 Prices and costs

### 3.5 Unit labour costs (annual percentage changes)

	1999-2016 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016 <sup>2)</sup>	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.6	1.8	1.3	2.2	-0.2	-0.5	0.2
Germany	1.0	0.2	2.0	1.9	2.0	1.6	1.4
Estonia	4.9	7.0	2.4	4.4	2.1	7.2	4.3
Ireland	0.2	3.8	-4.6	2.8	-4.5	-16.5	.
Greece	1.7	3.6	-0.6	-6.9	-2.4	-2.2	2.1
Spain	1.6	3.3	-0.6	-0.6	-0.3	0.2	-0.4
France	1.6	1.9	1.4	1.2	0.9	0.3	0.8
Italy	2.0	2.7	1.1	0.7	0.0	0.9	0.8
Cyprus	1.7	3.2	-0.1	-5.4	-4.0	-0.9	-0.7
Latvia	4.9	8.8	0.1	5.1	4.9	5.4	4.8
Lithuania	2.1	2.8	1.2	3.1	3.2	4.8	4.7
Luxembourg	2.9	3.6	2.1	0.0	0.5	0.1	.
Malta	2.2	2.6	1.8	1.3	-1.5	-0.2	1.1
Netherlands	1.7	2.0	1.1	1.1	-0.1	-0.8	.
Austria	1.4	1.0	2.0	2.3	2.1	1.5	1.2
Portugal	1.3	2.6	-0.3	1.8	-1.3	-0.5	1.7
Slovenia	3.1	4.6	1.2	0.4	-1.3	0.3	1.7
Slovakia	2.6	3.6	1.3	0.3	0.7	1.3	0.9
Finland	1.8	1.6	2.2	1.4	1.1	1.0	-0.1
<b>Euro area</b>	<b>1.5</b>	<b>1.7</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>	<b>0.7</b>	<b>0.3</b>	<b>0.8</b>
Bulgaria	4.9	5.2	4.5	7.4	4.6	2.3	0.2
Czech Republic	2.1	2.8	1.2	0.5	0.4	-0.5	3.1
Denmark	2.0	2.7	1.2	0.6	0.8	1.2	2.6
Croatia	1.9	4.0	-0.2	-2.2	-2.4	-0.5	-2.7
Hungary	4.2	6.0	2.0	0.6	2.1	0.6	5.5
Poland	0.9	0.9	1.0	0.2	0.6	-1.2	.
Romania	12.4	21.6	0.4	-0.6	4.3	-3.8	.
Sweden	2.0	2.2	1.8	1.7	1.0	0.9	0.9
United Kingdom	2.3	2.8	1.6	1.4	0.0	0.7	2.4
<b>European Union</b>	<b>1.6</b>	<b>1.9</b>	<b>1.2</b>	<b>1.1</b>	<b>0.6</b>	<b>0.2</b>	<b>1.0</b>
United States	-0.5	-0.8	0.0	0.0	2.6	2.2	2.7
Japan	-1.7	-2.3	-0.8	-0.9	1.5	.	.

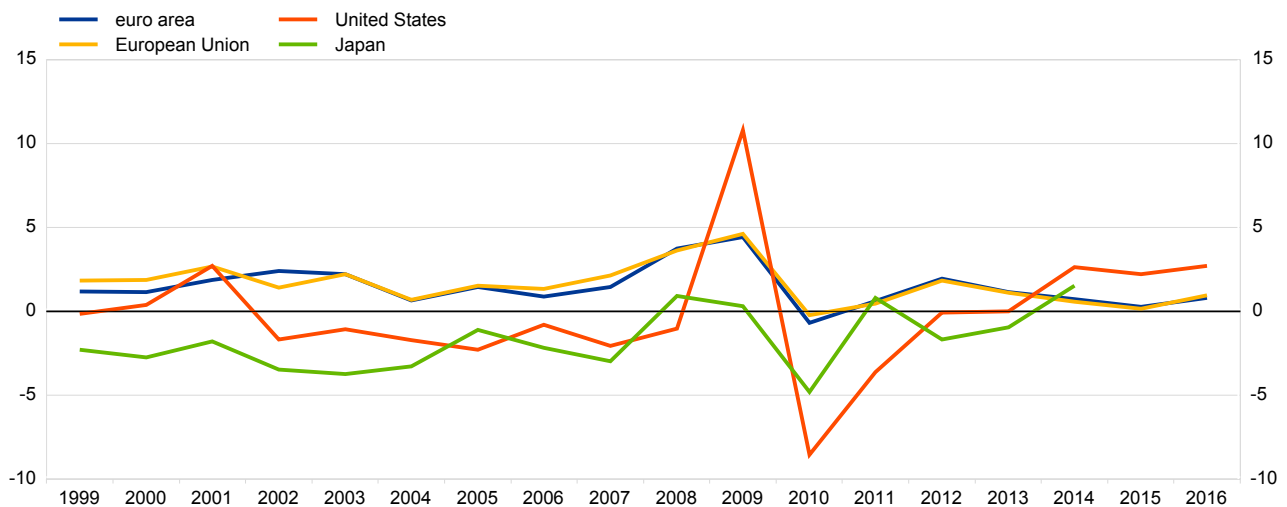
Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States) and ECB calculations.

1) Data for Luxembourg, Malta, Croatia, the euro area and the European Union available since 2001; and for Poland since 2003.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015. However, for Japan the average refers to the periods 1999-2014 and 2009-2014.

### Chart 3.5 Unit labour costs

(annual percentage changes)



Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States) and ECB calculations.

## 3 Prices and costs

### 3.6 Compensation per employee (annual percentage changes)

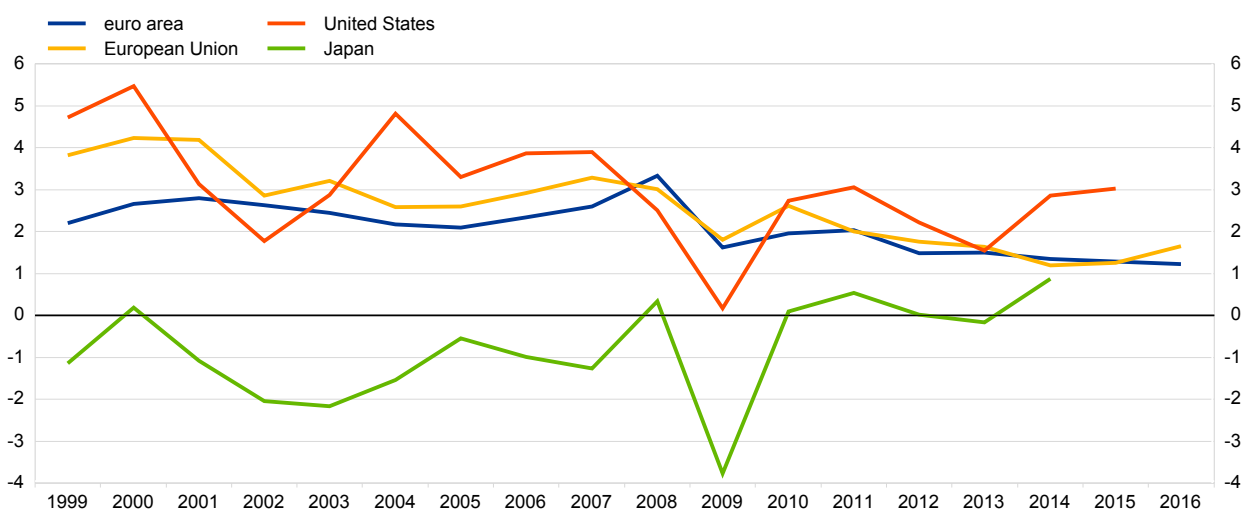
	1999-2016 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016 <sup>2)</sup>	2013	2014	2015	2016
Belgium	2.3	2.9	1.5	2.5	1.0	0.0	0.1
Germany	1.6	1.2	2.2	1.8	2.8	2.4	2.3
Estonia	8.3	12.4	3.4	4.6	4.2	5.8	5.6
Ireland	3.5	5.7	0.3	1.4	1.8	2.8	.
Greece	2.2	6.0	-2.2	-7.5	-2.1	-2.9	0.8
Spain	2.2	3.5	0.7	0.3	0.1	0.9	0.1
France	2.4	2.8	1.7	1.6	1.1	1.1	1.3
Italy	1.7	2.6	0.6	0.8	0.1	1.0	0.4
Cyprus	2.4	4.5	-0.2	-5.4	-3.8	-1.1	-0.6
Latvia	9.2	15.1	2.3	5.5	8.6	6.9	6.9
Lithuania	6.4	9.6	2.6	5.4	4.7	5.3	5.0
Luxembourg	2.8	3.5	2.0	2.3	2.6	0.9	.
Malta	3.3	3.9	2.6	2.0	1.5	3.3	2.4
Netherlands	2.5	3.2	1.5	2.1	1.6	0.2	.
Austria	2.1	2.3	1.8	2.1	1.9	1.9	1.3
Portugal	2.2	3.8	0.3	3.6	-1.8	-0.3	1.5
Slovenia	5.0	7.9	1.5	0.5	1.3	1.4	2.2
Slovakia	5.8	8.3	2.7	2.6	1.8	3.1	1.8
Finland	2.7	3.3	1.9	1.3	1.0	1.6	0.9
Euro area	2.1	2.5	1.6	1.5	1.3	1.3	1.2
Bulgaria	8.1	9.1	6.9	8.8	5.6	5.6	3.1
Czech Republic	4.5	6.5	2.0	-0.3	2.6	2.6	3.7
Denmark	2.9	3.6	2.0	1.6	1.5	1.5	2.0
Croatia	2.6	5.3	-0.1	-0.7	-5.4	-0.3	-0.5
Hungary	6.0	9.6	1.8	1.6	1.3	1.5	5.3
Poland	3.7	3.5	3.9	1.7	2.2	1.1	.
Romania	17.9	30.2	2.3	3.8	6.7	0.9	.
Sweden	3.5	4.1	2.7	2.0	2.2	3.5	2.5
United Kingdom	3.3	4.4	1.9	2.1	0.7	1.1	2.8
European Union	2.6	3.3	1.7	1.6	1.2	1.3	1.6
United States	3.0	3.6	2.1	1.5	2.9	3.0	.
Japan	-0.8	-1.0	-0.4	-0.2	0.9	.	.

Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Luxembourg, Malta, Croatia, the euro area and the European Union available since 2001; and for Poland since 2003.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015. However, for Japan the average refers to the periods 1999-2014 and 2009-2014.

Chart 3.6 Compensation per employee  
(annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

## 3 Prices and costs

### 3.7 Residential property prices (annual percentage changes)

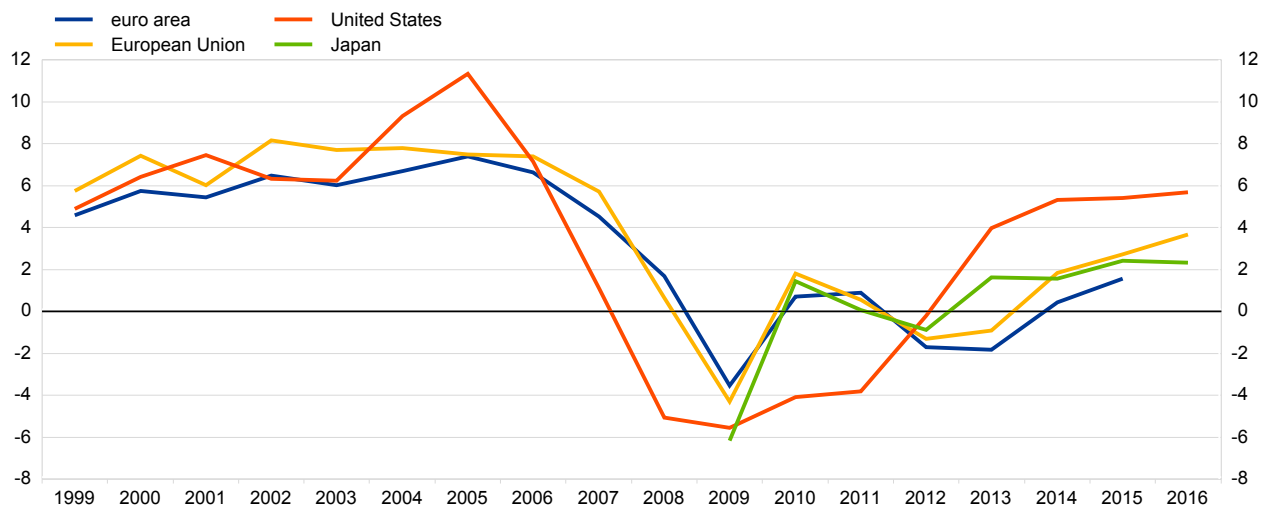
	1999-2016 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016 <sup>2)</sup>	2013	2014	2015	2016
Belgium	5.5	7.8	2.4	1.7	0.7	3.7	.
Germany	2.3	1.4	2.8	3.2	3.1	4.5	6.0
Estonia	5.4	17.7	0.5	10.7	13.7	6.9	.
Ireland	3.8	10.6	-4.1	3.5	17.1	8.0	6.6
Greece	1.7	8.6	-6.4	-10.8	-7.5	-5.0	-2.3
Spain	3.7	10.5	-5.4	-10.6	0.3	3.6	.
France	5.0	9.3	-0.2	-2.1	-1.8	-1.9	1.0
Italy	2.2	5.6	-2.4	-5.7	-4.4	-2.6	.
Cyprus	3.9	15.3	-4.9	-6.5	-8.8	-4.3	.
Latvia	-0.5	17.4	-5.1	6.8	6.0	-3.4	.
Lithuania	8.5	20.6	-5.2	3.6	7.6	4.8	.
Luxembourg	3.8	3.3	3.8	5.0	4.4	5.4	.
Malta	5.4	17.2	0.8	-0.4	2.6	5.0	.
Netherlands	3.3	7.4	-1.6	-6.5	0.9	2.8	5.0
Austria	2.8	1.0	5.5	4.7	3.4	4.2	.
Portugal	-1.0	-	-1.0	-1.9	4.3	3.1	.
Slovenia	1.5	14.4	-3.6	-5.2	-6.6	0.8	.
Slovakia	2.8	9.9	-2.9	-0.9	-0.8	0.9	.
Finland	2.6	4.1	2.0	1.2	-0.4	0.0	.
Euro area	3.0	5.5	-0.5	-1.8	0.4	1.6	.
Bulgaria	2.2	22.7	-5.4	-2.2	1.4	2.8	.
Czech Republic	-0.1	-	-0.1	0.0	2.4	4.0	.
Denmark	4.0	10.0	0.0	3.9	3.7	7.0	.
Croatia	-3.0	-	-3.0	-4.0	-1.6	-2.9	.
Hungary	-0.1	2.3	-0.4	-2.6	4.3	11.0	.
Poland	-1.1	-	-1.1	-4.4	1.0	1.5	.
Romania	-4.7	-	-4.7	-0.2	-2.3	3.7	.
Sweden	7.5	8.5	6.0	5.5	9.4	13.1	.
United Kingdom	6.2	9.5	1.6	2.6	8.0	6.0	7.5
European Union	3.7	6.4	0.0	-0.9	1.9	2.7	.
United States	3.2	5.4	0.1	4.0	5.3	5.4	5.7
Japan	1.0	-	1.0	1.6	1.6	2.4	.

Sources: National sources and ECB.

1) Data for Cyprus and Denmark available since 2002; for Germany since 2003; for Estonia, Ireland, Spain, Malta, Finland and Bulgaria since 2005; for Latvia since 2006; for Luxembourg and Slovenia since 2007; for Portugal, the Czech Republic, Croatia and Japan since 2008; for Romania since 2009; and for Poland since 2010.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015

Chart 3.7 Residential property prices  
(annual percentage changes)



Sources: National sources and ECB.



## 4 Exchange rates and balance of payments

### 4.1 Effective exchange rates

(period averages; index: 1999 Q1=100)

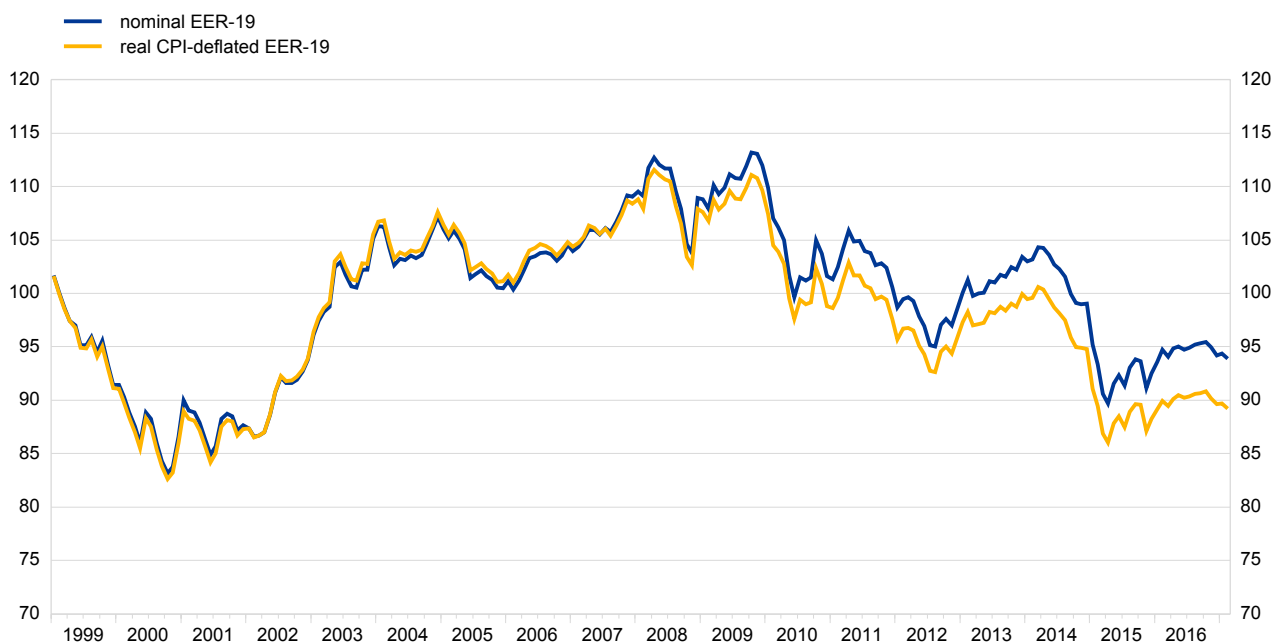
	1999-2016	1999-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
<b>EER-19</b>							
Nominal	99.6	98.8	100.7	101.2	101.8	92.4	94.8
Real CPI	98.2	98.8	97.5	98.2	97.8	88.4	90.1
Real PPI	97.6	98.6	96.3	97.1	97.0	89.3	91.4
Real GDP deflator	95.3	96.9	93.0	91.7	91.9	83.7	
Real ULCM <sup>(1)</sup>	99.2	97.3	102.0	101.0	98.5	85.0	
Real ULCT	98.7	97.6	100.4	99.0	100.0	90.9	
<b>EER-38</b>							
Nominal	107.3	103.7	111.8	111.9	114.7	106.5	110.4
Real CPI	96.8	97.9	95.5	95.5	96.1	87.8	90.0

Source: ECB.

1) ULCM-deflated series are available only for the EER-18 trading partner group.

### Chart 4.1 Effective exchange rates

(monthly averages; index: 1999 Q1=100)



Source: ECB.

## 4 Exchange rates and balance of payments

### 4.2 Bilateral exchange rates

(units of national currency per euro; period averages)

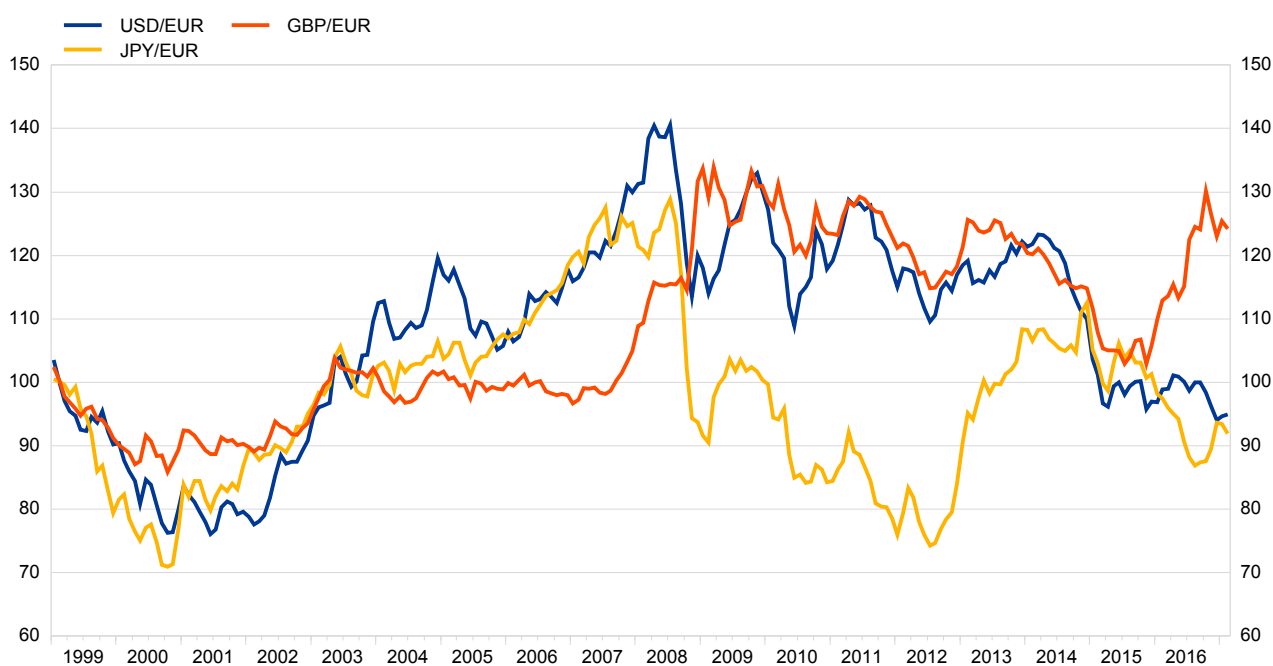
	1999-2016 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Chinese renminbi	8.876	9.468	8.285	8.165	8.186	6.973	7.352
Croatian kuna	7.450	7.406	7.494	7.579	7.634	7.614	7.533
Czech koruna	28.956	31.193	26.161	25.980	27.536	27.279	27.034
Danish krone	7.448	7.446	7.451	7.458	7.455	7.459	7.445
Hungarian forint	271.348	253.282	293.930	296.873	308.706	309.996	311.438
Japanese yen	127.446	130.952	123.063	129.663	140.306	134.314	120.197
Polish zloty	4.081	3.991	4.195	4.197	4.184	4.184	4.363
Pound sterling	0.742	0.674	0.829	0.849	0.806	0.726	0.819
Romanian leu	3.682	3.132	4.369	4.419	4.444	4.445	4.490
Swedish krona	9.210	9.132	9.308	8.652	9.099	9.353	9.469
Swiss franc	1.416	1.555	1.241	1.231	1.215	1.068	1.090
US dollar	1.212	1.155	1.284	1.328	1.329	1.110	1.107

Source: ECB.

1) Data for Chinese renminbi and Croatian kuna available since 2001.

### Chart 4.2 Bilateral exchange rates

(monthly averages; index: 1999 Q1=100)



Source: ECB.

## 4 Exchange rates and balance of payments

### 4.3 Real effective exchange rates <sup>1)</sup>

(deflated by consumer price indices; period averages; index: 1999 Q1 = 100)

	1999-2016	1999-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	99.7	99.2	100.3	100.5	100.7	96.6	99.1
Germany	93.1	95.2	95.2	90.3	90.9	86.2	87.5
Estonia	114.1	106.4	123.7	124.4	126.2	124.9	126.9
Ireland	108.2	108.9	107.2	106.8	106.0	97.9	99.3
Greece	101.2	99.7	102.9	102.5	100.7	95.7	96.6
Spain	106.1	104.8	107.8	108.7	108.1	102.7	103.5
France	96.3	97.6	94.7	94.4	94.7	90.4	91.5
Italy	99.8	100.2	99.3	99.8	99.8	95.1	96.0
Cyprus	104.6	104.0	105.3	106.4	105.7	100.1	100.0
Latvia	109.3	104.7	114.9	112.5	114.0	113.2	114.2
Lithuania	121.9	115.7	129.7	128.7	130.1	127.5	129.7
Luxembourg	106.1	104.4	108.1	109.0	109.2	104.7	105.4
Malta	105.8	105.1	106.6	106.7	106.7	101.4	103.3
Netherlands	101.4	102.5	99.9	100.6	100.7	95.3	96.3
Austria	96.5	97.1	95.7	95.7	97.0	94.5	96.0
Portugal	102.7	103.1	102.2	102.2	101.6	99.2	100.5
Slovenia	99.9	99.3	100.6	100.9	101.3	97.6	98.0
Slovakia	162.6	139.4	191.7	193.1	193.4	187.2	188.5
Finland	96.2	96.9	95.2	94.8	96.6	93.3	94.5
<b>Euro area</b>	<b>96.8</b>	<b>97.9</b>	<b>95.5</b>	<b>95.5</b>	<b>96.1</b>	<b>87.8</b>	<b>90.0</b>
Bulgaria	132.8	120.9	147.8	148.8	146.9	140.7	139.9
Czech Republic	132.6	122.4	145.4	146.1	138.1	134.4	137.9
Denmark	98.9	99.5	98.1	97.1	97.7	93.8	95.0
Croatia	104.5	103.5	105.7	105.2	104.7	100.3	101.5
Hungary	129.0	125.4	133.5	134.4	129.2	123.5	124.6
Poland	117.2	117.4	116.9	117.5	118.1	113.4	109.3
Romania	133.0	127.5	140.0	141.5	142.9	137.7	135.8
Sweden	93.3	95.2	90.8	96.1	91.5	85.8	86.6
United Kingdom	90.3	97.9	80.7	79.4	84.9	88.7	79.5
<b>European Union</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
United States	94.5	99.3	88.5	84.2	86.1	95.3	99.2
Japan	83.5	89.4	76.2	68.8	64.9	60.7	68.9

Source: ECB.

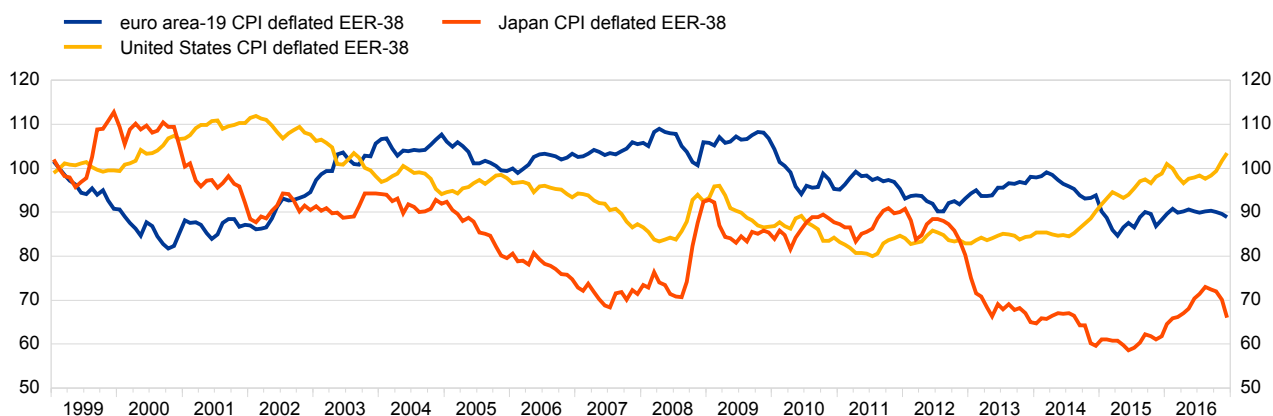
1) For the euro area as a whole, the real effective exchange rate of the euro vis-à-vis 38 trading partners is displayed.

For individual euro area countries, the table shows the harmonised competitiveness indicators calculated vis-à-vis these same trading partners plus the other euro area countries.

For the non-euro area countries, the real effective exchange rate of the euro vis-à-vis 38 trading partners is displayed. A positive change points to a decrease in price competitiveness.

### Chart 4.3 Real effective exchange rates

(deflated by consumer price indices; monthly averages; index: 1999 Q1=100)



Source: ECB.

## 4 Exchange rates and balance of payments

### 4.4 Balance of payments: net current account

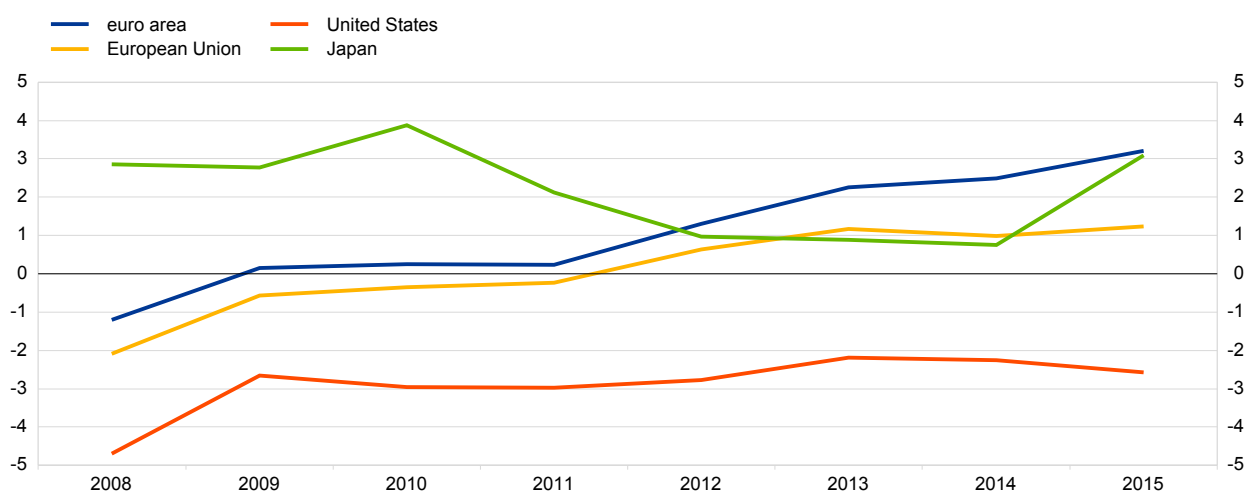
(chain-linked volumes; percentages of GDP; period averages; non-working day and non-seasonally adjusted)

	2008-2015	2008-2011	2012-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	-0.2	-0.3	-0.2	-0.1	-0.3	-0.7	0.5
Germany	6.7	5.7	7.8	7.2	7.1	7.8	9.0
Estonia	-0.2	-0.7	0.3	-2.1	-0.4	1.1	2.6
Ireland	-0.5	-4.1	3.2	-2.8	2.3	1.8	11.4
Greece	-7.0	-12.1	-1.8	-3.8	-2.0	-1.6	0.1
Spain	-2.1	-5.1	0.9	-0.2	1.5	1.1	1.4
France	-0.9	-0.9	-0.9	-1.2	-0.9	-1.1	-0.2
Italy	-0.8	-2.8	1.1	-0.4	1.0	2.0	1.7
Cyprus	-7.1	-9.5	-4.6	-6.2	-5.1	-4.4	-2.9
Latvia	-2.2	-1.8	-2.6	-4.0	-3.1	-2.2	-0.9
Lithuania	-1.8	-4.0	0.5	-1.3	1.7	4.0	-2.6
Luxembourg	6.4	6.9	6.0	6.4	6.1	5.6	5.8
Malta	0.7	-3.0	4.5	1.8	3.0	7.3	5.8
Netherlands	8.1	6.5	9.7	10.5	10.2	9.2	8.9
Austria	2.5	2.9	2.0	1.5	2.1	2.6	2.0
Portugal	-4.8	-9.6	0.1	-1.8	1.6	0.1	0.4
Slovenia	1.7	-1.4	4.8	2.6	4.9	6.4	5.4
Slovakia	-1.9	-4.9	1.1	1.0	1.9	1.2	0.2
Finland	-0.2	0.9	-1.4	-2.0	-1.7	-1.2	-0.5
<b>Euro area</b>	<b>1.1</b>	<b>-0.1</b>	<b>2.3</b>	<b>1.3</b>	<b>2.3</b>	<b>2.5</b>	<b>3.2</b>
Bulgaria	-3.7	-7.6	0.2	-0.9	1.4	0.1	0.4
Czech Republic	-1.4	-2.5	-0.3	-1.6	-0.5	0.2	0.9
Denmark	6.5	4.8	8.2	6.5	7.3	9.3	9.7
Croatia	-1.0	-3.9	2.0	-0.1	0.9	2.1	5.0
Hungary	0.5	-1.7	2.7	1.8	3.8	2.0	3.3
Poland	-3.6	-5.3	-2.0	-3.8	-1.3	-2.1	-0.6
Romania	-4.3	-6.7	-2.0	-5.0	-1.2	-0.7	-1.3
Sweden	5.9	6.2	5.6	6.3	6.0	5.1	5.2
United Kingdom	-3.8	-2.7	-4.9	-4.0	-4.7	-5.4	-5.4
<b>European Union</b>	<b>0.1</b>	<b>-0.8</b>	<b>1.0</b>	<b>0.6</b>	<b>1.2</b>	<b>1.0</b>	<b>1.2</b>
United States	-2.9	-3.3	-2.4	-2.8	-2.2	-2.3	-2.6
Japan	2.2	2.9	1.4	1.0	0.9	0.8	3.1

Sources: ECB, national data from BIS databank (for the United States and Japan) and Eurostat.

### Chart 4.4 Balance of payments: net current account

(percentages of GDP, non-working day and non-seasonally adjusted)



Sources: ECB, national data from BIS databank (for the United States and Japan) and Eurostat.

## 4 Exchange rates and balance of payments

### 4.5 Net international investment position

(chain-linked volumes; percentages of GDP; end-of-period averages)

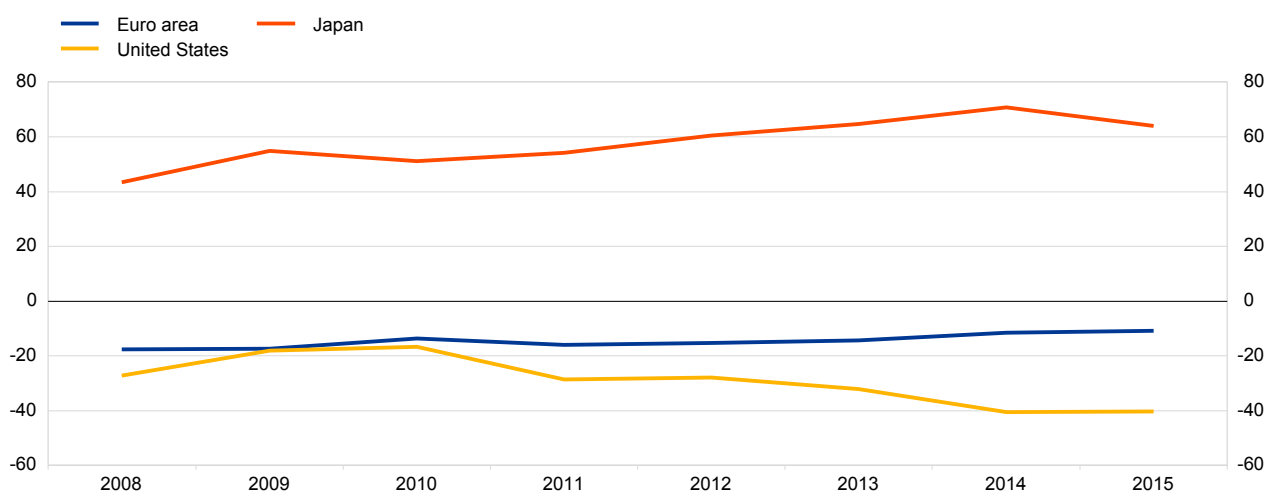
	2008-2015 <sup>1)</sup>	2008-2011 <sup>1)</sup>	2012-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	58.9	58.5	59.2	53.9	54.8	62.9	65.4
Germany	31.4	22.9	39.9	28.7	35.3	42.8	52.9
Estonia	-61.8	-70.3	-53.3	-55.5	-56.5	-53.6	-47.4
Ireland	-147.2	-121.0	-173.4	-146.0	-142.1	-172.9	-232.6
Greece	-106.1	-87.2	-125.0	-116.4	-127.9	-127.5	-128.2
Spain	-90.8	-88.5	-93.2	-90.0	-94.8	-97.7	-90.6
France	-13.9	-11.6	-16.2	-13.1	-17.1	-17.5	-17.1
Italy	-23.1	-20.9	-25.4	-24.5	-26.4	-25.7	-24.9
Cyprus	-121.9	-104.9	-139.0	-134.2	-142.7	-149.1	-130.2
Latvia	-78.2	-82.5	-73.9	-75.4	-75.0	-73.5	-71.8
Lithuania	-53.7	-55.1	-52.4	-57.7	-51.5	-50.7	-49.6
Luxembourg	22.4	-0.7	45.4	56.3	48.5	37.1	39.8
Malta	21.9	8.7	35.1	20.5	21.7	43.0	55.3
Netherlands	26.2	6.3	46.2	27.4	32.0	59.6	65.9
Austria	-2.3	-5.5	0.9	-3.3	1.4	2.4	3.2
Portugal	-108.9	-101.4	-116.4	-115.8	-118.1	-117.6	-114.3
Slovenia	-44.9	-43.8	-46.0	-50.6	-47.7	-45.6	-40.3
Slovakia	-63.3	-62.5	-64.1	-63.2	-64.4	-65.9	-62.9
Finland	5.6	7.7	3.6	12.4	4.2	-2.9	0.7
<b>Euro area</b>	<b>-14.6</b>	<b>-16.2</b>	<b>-13.0</b>	<b>-15.4</b>	<b>-14.4</b>	<b>-11.5</b>	<b>-10.9</b>
Bulgaria	-81.4	-89.8	-77.2	-83.8	-78.4	-80.7	-65.8
Czech Republic	-40.1	-42.2	-38.0	-46.8	-39.3	-35.2	-30.6
Denmark	24.3	9.2	39.5	37.1	38.7	46.2	35.9
Croatia	-85.3	-85.0	-85.6	-90.4	-88.5	-86.0	-77.3
Hungary	-91.3	-104.3	-78.2	-93.7	-84.2	-74.4	-60.6
Poland	-62.3	-57.2	-67.4	-67.7	-70.2	-68.8	-62.7
Romania	-61.7	-59.4	-64.1	-70.1	-66.9	-62.1	-57.2
Sweden	-6.7	-7.0	-6.4	-16.6	-14.0	1.3	3.7
United Kingdom	-10.1	-3.1	-17.1	-24.3	-17.6	-20.8	-5.8
<b>European Union</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
United States	-29.0	-22.7	-35.3	-28.0	-32.2	-40.5	-40.4
Japan	57.9	50.9	65.0	60.5	64.7	70.7	64.0

Sources: ECB and national data from BIS databank (for the United States and Japan).

1) Data for Bulgaria available since 2010.

### Chart 4.5 Net international investment position

(percentages of GDP)



Sources: ECB and national data from BIS databank (for the United States and Japan).

## 5 Fiscal developments

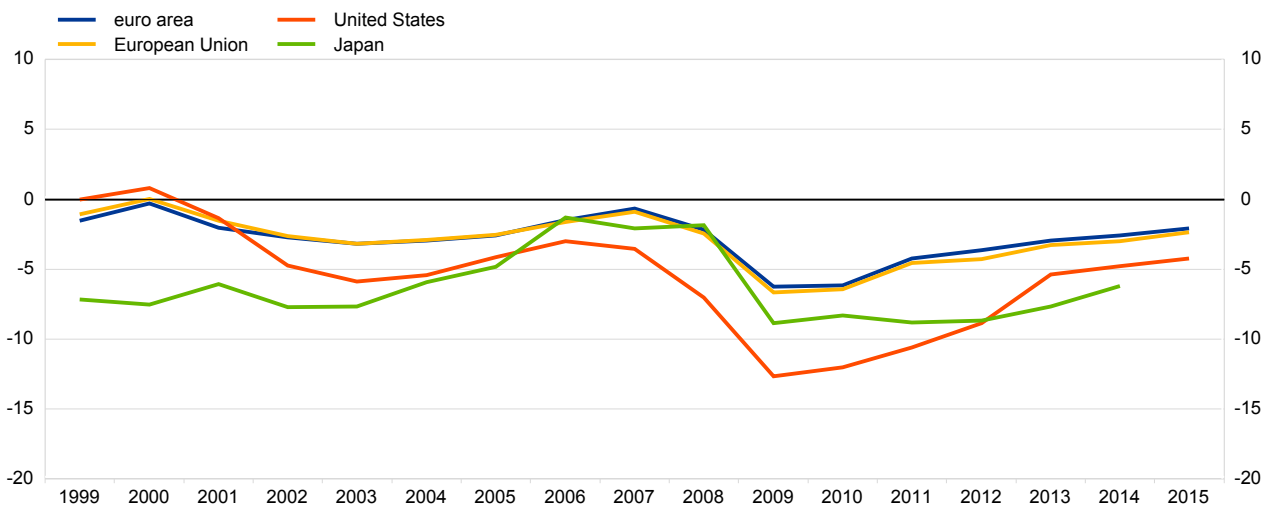
### 5.1 General government balance (percentages of GDP)

	1999-2015 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	-1.9	-0.6	-3.8	-4.2	-3.0	-3.1	-2.5
Germany	-1.7	-2.1	-1.1	0.0	-0.2	0.3	0.7
Estonia	0.3	0.6	-0.1	-0.3	-0.2	0.7	0.1
Ireland	-4.1	0.7	-11.1	-8.0	-5.7	-3.7	-1.9
Greece	-8.0	-6.7	-10.0	-8.8	-13.2	-3.6	-7.5
Spain	-3.6	-0.3	-8.4	-10.5	-7.0	-6.0	-5.1
France	-3.6	-2.6	-5.1	-4.8	-4.0	-4.0	-3.5
Italy	-3.1	-2.9	-3.5	-2.9	-2.7	-3.0	-2.6
Cyprus	-3.4	-2.1	-5.2	-5.8	-4.9	-8.8	-1.1
Latvia	-2.6	-1.9	-3.6	-0.8	-0.9	-1.6	-1.3
Lithuania	-3.0	-1.9	-4.5	-3.1	-2.6	-0.7	-0.2
Luxembourg	1.6	2.5	0.5	0.3	1.0	1.5	1.6
Malta	-4.0	-4.9	-2.7	-3.6	-2.6	-2.1	-1.4
Netherlands	-1.7	-0.5	-3.6	-3.9	-2.4	-2.3	-1.9
Austria	-2.4	-2.1	-2.8	-2.2	-1.4	-2.7	-1.0
Portugal	-5.5	-4.2	-7.2	-5.7	-4.8	-7.2	-4.4
Slovenia	-3.9	-2.2	-6.4	-4.1	-15.0	-5.0	-2.7
Slovakia	-4.8	-5.0	-4.6	-4.3	-2.7	-2.7	-2.7
Finland	1.2	3.8	-2.4	-2.2	-2.6	-3.2	-2.8
<b>Euro area</b>	<b>-2.8</b>	<b>-2.0</b>	<b>-4.0</b>	<b>-3.6</b>	<b>-3.0</b>	<b>-2.6</b>	<b>-2.1</b>
Bulgaria	-0.7	0.6	-2.4	-0.3	-0.4	-5.5	-1.7
Czech Republic	-3.3	-3.6	-2.9	-3.9	-1.2	-1.9	-0.6
Denmark	0.7	2.4	-1.8	-3.5	-1.1	1.5	-1.7
Croatia	-4.7	-3.7	-5.6	-5.3	-5.3	-5.4	-3.3
Hungary	-4.9	-6.0	-3.3	-2.3	-2.6	-2.1	-1.6
Poland	-4.2	-3.9	-4.7	-3.7	-4.1	-3.4	-2.6
Romania	-3.4	-2.8	-4.2	-3.7	-2.1	-0.8	-0.8
Sweden	0.4	1.2	-0.7	-1.0	-1.4	-1.6	0.2
United Kingdom	-4.2	-2.0	-7.3	-8.3	-5.7	-5.7	-4.3
<b>European Union</b>	<b>-2.9</b>	<b>-1.9</b>	<b>-4.4</b>	<b>-4.3</b>	<b>-3.3</b>	<b>-3.0</b>	<b>-2.4</b>
United States	-5.5	-3.4	-8.4	-8.9	-5.4	-4.8	-4.2
Japan	-6.3	-5.2	-8.1	-8.7	-7.7	-6.2	.

Sources: ESCB and OECD.

1) Data for Luxembourg available since 2000; for Croatia since 2002.

Chart 5.1 General government balance  
(percentages of GDP)



Sources: ESCB and OECD.

## 5 Fiscal developments

### 5.2 Primary general government balance <sup>1)</sup> (percentages of GDP)

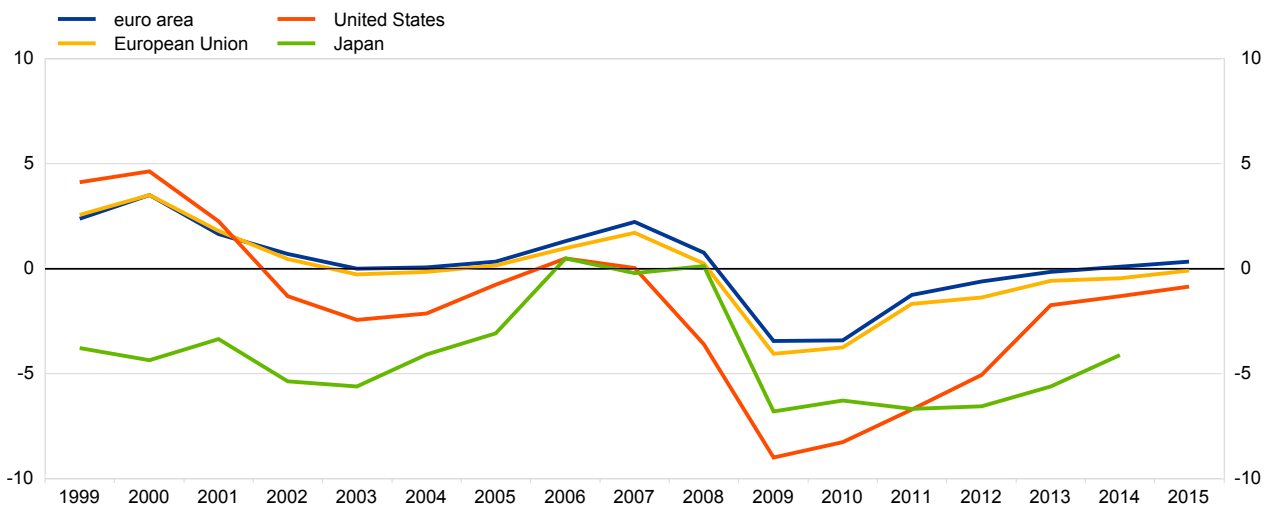
	1999-2015 <sup>2)</sup>	1999-2008 <sup>2)</sup>	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	2.6	4.7	-0.3	-0.6	0.3	0.2	0.5
Germany	0.9	0.8	1.1	2.3	1.8	2.1	2.2
Estonia	0.5	0.8	0.1	-0.1	-0.1	0.8	0.2
Ireland	-2.0	2.1	-7.8	-3.9	-1.4	0.1	0.7
Greece	-2.8	-1.3	-5.0	-3.7	-9.1	0.4	-3.9
Spain	-1.1	2.0	-5.6	-7.5	-3.5	-2.5	-2.0
France	-1.0	0.1	-2.7	-2.2	-1.8	-1.8	-1.5
Italy	1.8	2.4	1.1	2.3	2.1	1.6	1.5
Cyprus	-0.6	0.9	-2.6	-2.9	-1.8	-6.0	1.7
Latvia	-1.6	-1.3	-2.1	0.8	0.6	-0.1	0.1
Lithuania	-1.6	-0.8	-2.8	-1.2	-0.9	0.9	1.3
Luxembourg	2.0	2.8	1.0	0.9	1.5	1.9	2.0
Malta	-0.6	-1.2	0.3	-0.6	0.3	0.8	1.2
Netherlands	0.4	2.1	-2.0	-2.2	-0.9	-0.8	-0.6
Austria	0.6	1.1	-0.1	0.5	1.2	-0.3	1.3
Portugal	-2.1	-1.4	-3.0	-0.8	0.0	-2.3	0.2
Slovenia	-1.9	-0.4	-4.2	-2.1	-12.5	-1.9	0.3
Slovakia	-2.6	-2.4	-2.9	-2.6	-0.8	-0.8	-1.0
Finland	2.9	5.8	-1.1	-0.8	-1.4	-1.9	-1.6
<b>Euro area</b>	<b>0.3</b>	<b>1.3</b>	<b>-1.2</b>	<b>-0.6</b>	<b>-0.2</b>	<b>0.1</b>	<b>0.3</b>
Bulgaria	1.0	2.9	-1.6	0.5	0.3	-4.6	-0.8
Czech Republic	-2.2	-2.6	-1.6	-2.5	0.1	-0.6	0.4
Denmark	3.0	5.0	0.0	-1.7	0.6	3.0	-0.1
Croatia	-2.1	-1.8	-2.5	-1.9	-1.8	-1.9	0.3
Hungary	-0.5	-1.5	0.9	2.3	2.0	1.9	2.0
Poland	-1.7	-1.2	-2.4	-1.0	-1.5	-1.5	-0.8
Romania	-1.4	-0.7	-2.5	-1.9	-0.3	0.8	0.9
Sweden	2.2	3.5	0.2	0.0	-0.6	-0.9	0.7
United Kingdom	-1.9	0.1	-4.7	-5.4	-2.8	-3.0	-2.0
<b>European Union</b>	<b>-0.1</b>	<b>1.1</b>	<b>-1.7</b>	<b>-1.4</b>	<b>-0.6</b>	<b>-0.5</b>	<b>-0.1</b>
United States	-1.9	0.1	-4.7	-5.1	-1.7	-1.3	-0.8
Japan	-4.1	-2.9	-6.0	-6.6	-5.6	-4.1	.

Sources: ESCB and OECD.

1) General government balance excluding the interest expenditure.

2) Data for Luxembourg available since 2000; and for Croatia since 2002.

Chart 5.2 Primary general government balance  
(percentages of GDP)



Sources: ESCB and OECD.

## 5 Fiscal developments

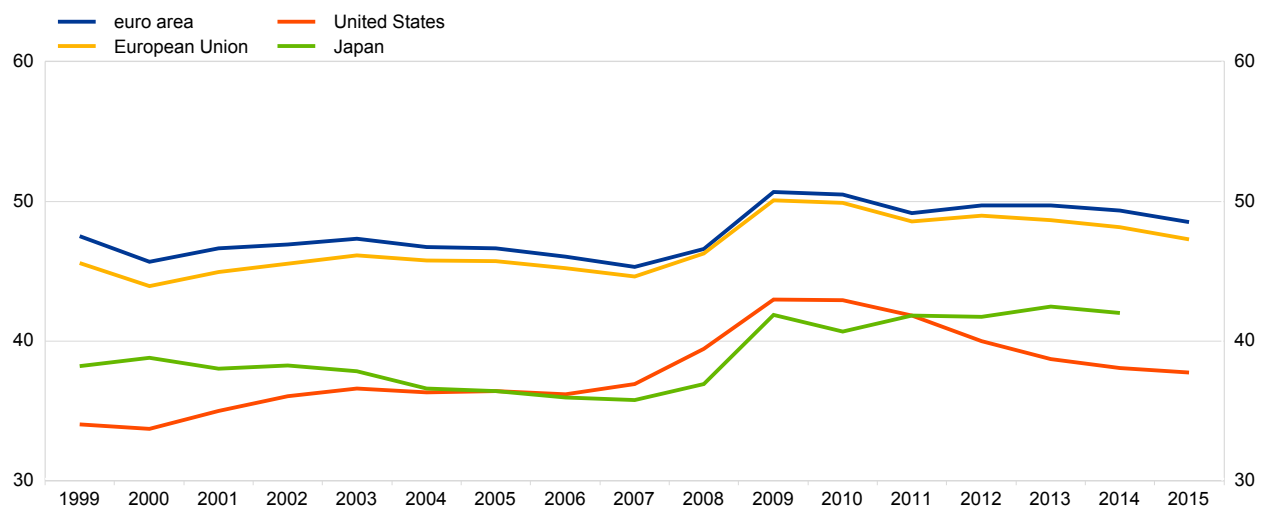
### 5.3 General government expenditure (percentages of GDP)

	1999-2015 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	51.7	49.6	54.6	55.8	55.7	55.1	53.9
Germany	45.6	45.8	45.3	44.3	44.7	44.4	44.0
Estonia	37.6	35.9	40.1	39.3	38.5	38.5	40.3
Ireland	38.1	34.0	43.9	41.8	39.8	37.8	29.4
Greece	50.1	46.7	54.9	55.4	62.3	50.6	55.4
Spain	41.7	39.0	45.6	48.1	45.6	44.9	43.8
France	54.1	52.3	56.7	56.8	57.0	57.3	57.0
Italy	48.5	47.1	50.5	50.8	50.8	50.9	50.4
Cyprus	39.4	37.2	42.5	41.9	41.3	48.2	40.1
Latvia	37.3	35.8	39.5	37.1	37.0	37.5	37.1
Lithuania	37.2	36.2	38.7	36.1	35.5	34.7	35.1
Luxembourg	42.1	41.0	43.6	44.3	43.4	42.3	42.1
Malta	42.1	42.1	42.1	42.5	41.8	43.2	43.4
Netherlands	44.7	43.2	46.9	47.1	46.3	46.2	45.1
Austria	51.7	51.3	52.2	51.5	51.2	52.8	51.6
Portugal	46.9	44.6	50.1	48.5	49.9	51.8	48.4
Slovenia	47.4	45.1	50.6	48.6	60.3	50.0	47.8
Slovakia	42.1	41.9	42.4	40.6	41.4	42.0	45.6
Finland	51.7	48.6	56.2	56.2	57.5	58.1	57.7
<b>Euro area</b>	<b>47.8</b>	<b>46.5</b>	<b>49.7</b>	<b>49.7</b>	<b>49.7</b>	<b>49.4</b>	<b>48.5</b>
Bulgaria	38.1	38.4	37.7	34.5	37.6	42.1	40.7
Czech Republic	42.5	42.2	43.0	44.5	42.6	42.2	42.0
Denmark	54.0	52.1	56.7	58.3	56.5	56.0	55.7
Croatia	46.9	46.0	47.8	47.1	48.3	48.3	46.9
Hungary	49.3	49.2	49.5	48.6	49.3	49.0	50.0
Poland	43.8	44.2	43.4	42.7	42.4	42.1	41.5
Romania	36.6	36.0	37.5	37.2	35.4	34.4	35.7
Sweden	52.3	52.9	51.6	51.7	52.4	51.5	50.3
United Kingdom	42.0	39.4	45.7	46.3	44.7	43.7	42.8
<b>European Union</b>	<b>46.8</b>	<b>45.4</b>	<b>48.8</b>	<b>49.0</b>	<b>48.7</b>	<b>48.1</b>	<b>47.3</b>
United States	37.8	36.1	40.3	40.0	38.7	38.1	37.7
Japan	39.0	37.3	41.8	41.8	42.5	42.0	.

Sources: ESCB and OECD.

1) Data for Luxembourg available since 2000; and for Croatia since 2002.

Chart 5.3 General government expenditure  
(percentages of GDP)



Sources: ESCB and OECD.



## 5 Fiscal developments

### 5.4 General government debt 1) (percentages of GDP)

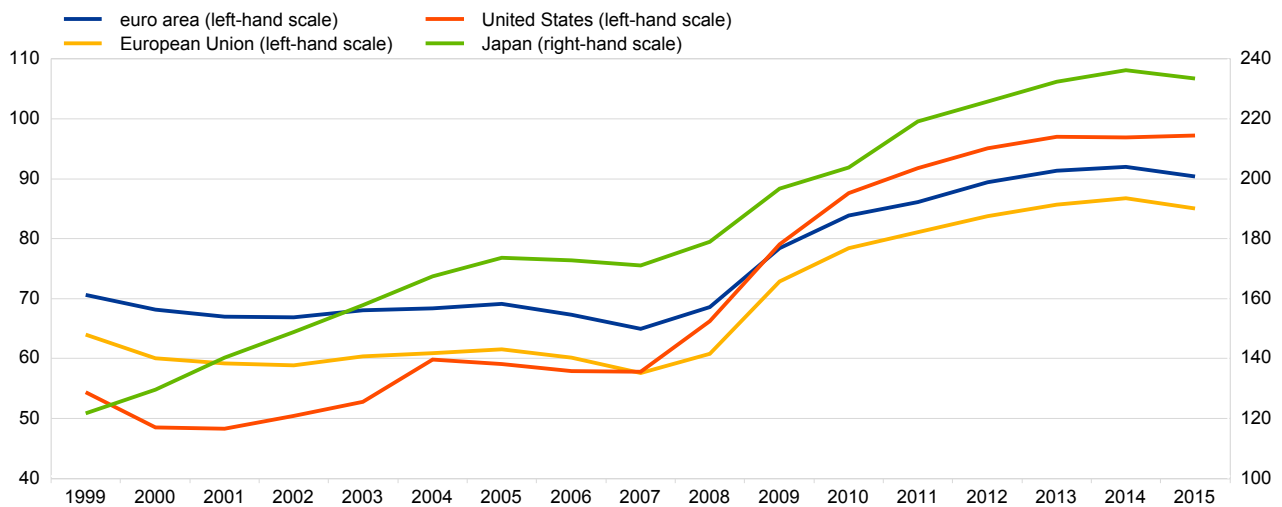
	1999-2015 2)	1999-2008 2)	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	101.3	99.8	103.3	104.1	105.4	106.5	105.8
Germany	68.3	62.6	76.5	79.9	77.5	74.9	71.2
Estonia	6.5	5.0	8.6	9.7	10.2	10.7	10.1
Ireland	58.9	32.1	97.2	119.5	119.5	105.2	78.6
Greece	128.6	104.6	162.7	159.6	177.4	179.7	177.4
Spain	61.0	47.3	80.5	85.7	95.4	100.4	99.8
France	73.6	63.1	88.5	89.5	92.3	95.3	96.2
Italy	111.2	102.9	123.0	123.3	129.0	131.9	132.3
Cyprus	67.3	57.3	81.5	79.3	102.2	107.1	107.5
Latvia	24.3	12.8	40.6	41.3	39.0	40.7	36.3
Lithuania	27.0	19.6	37.6	39.8	38.7	40.5	42.7
Luxembourg	13.6	8.1	20.7	21.8	23.5	22.7	22.1
Malta	66.2	65.3	67.5	67.6	68.4	67.0	64.0
Netherlands	55.6	49.9	63.6	66.4	67.7	67.9	65.1
Austria	73.2	66.6	82.7	82.0	81.3	84.4	85.5
Portugal	83.2	60.8	115.1	126.2	129.0	130.6	129.0
Slovenia	38.9	25.3	58.4	53.9	71.0	80.9	83.2
Slovakia	42.8	39.4	47.7	52.2	54.7	53.6	52.5
Finland	45.3	39.8	53.1	53.9	56.5	60.2	63.6
Euro area	75.9	67.9	87.4	89.5	91.3	92.0	90.4
Bulgaria	29.7	38.3	18.7	16.7	17.0	27.0	26.0
Czech Republic	31.4	25.0	40.6	44.5	44.9	42.2	40.3
Denmark	43.0	42.7	43.5	45.2	44.7	44.8	40.4
Croatia	55.1	38.9	71.2	70.7	82.2	86.6	86.7
Hungary	67.3	60.0	77.7	78.2	76.6	75.7	74.7
Poland	47.0	43.1	52.5	53.7	55.7	50.2	51.1
Romania	25.2	18.8	34.2	37.3	37.8	39.4	37.9
Sweden	45.1	48.2	40.6	37.8	40.4	45.2	43.9
United Kingdom	56.8	39.5	81.5	85.1	86.2	88.1	89.1
European Union	69.2	60.3	81.9	83.8	85.7	86.7	85.0
United States	70.6	55.5	92.1	95.1	97.0	96.9	97.2
Japan	182.9	156.3	221.0	225.8	232.5	236.2	233.4

Sources: ESCB and OECD.

1) Gross debt (includes currency, deposits, debt securities and loans). The data are consolidated between the sub-sectors of general government, except for Japan.

2) Data for Bulgaria available since 2000; for Croatia since 2002.

Chart 5.4 General government debt  
(percentages of GDP)



Sources: ESCB and OECD.

## Lijst van afkortingen

### Landen

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

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

### Overige

<b>BIB</b>	Bank voor Internationale Betalingen	<b>BBP</b>	Bruto binnenlands product
<b>CPI</b>	Consumptieprijsindex	<b>HICP</b>	Geharmoniseerde consumptieprijsindex
<b>DG ECFIN</b>	Directoraat-Generaal Economische en Financiële Zaken	<b>i.i.p.</b>	Internationale investeringspositie
<b>ECB</b>	Europese Centrale Bank	<b>IAO</b>	Internationale Arbeidsorganisatie
<b>EDP</b>	Buitensporigtekortprocedure	<b>IMF</b>	Internationaal Monetair Fonds
<b>EER</b>	Effectieve wisselkoers	<b>MFI</b>	Monetaire financiële instelling
<b>EMI</b>	Europees Monetair Instituut	<b>MIP</b>	Procedure bij macro-economische onevenwichtigheden
<b>EMU</b>	Economische en Monetaire Unie	<b>NCB</b>	Nationale centrale bank
<b>ERM</b>	Wisselkoersmechanisme	<b>OESO</b>	Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling
<b>ESR 1995</b>	Europees Systeem van Rekeningen 1995	<b>SSM</b>	Gemeenschappelijk Toezichtsmechanisme
<b>ESCB</b>	Europees Stelsel van Centrale Banken	<b>VSCB</b>	Verdrag inzake stabiliteit, coördinatie en bestuur in de economische en monetaire unie
<b>ESRB</b>	Europees Comité voor Systeemrisico's		
<b>EU</b>	Europese Unie		
<b>EUR</b>	euro		

### In de tabellen gebruikte conventies

"-" gegevens bestaan niet/gegevens zijn niet van toepassing

"." gegevens zijn nog niet beschikbaar

### © Europese Centrale Bank, 2017

Postadres 60640 Frankfurt am Main, Duitsland  
Telefoon +49 69 1344 0  
Internet [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

Alle rechten voorbehouden. Reproductie voor educatieve en niet-commerciële doeleinden is toegestaan op voorwaarde dat de bron wordt vermeld.

De afsluitingsdatum voor de in dit verslag voorkomende gegevens was 10 februari 2017. De afsluitdatum voor de in het Statistisch deel opgenomen statistieken was 15 maart 2017.

Foto's Andreas Böttcher  
Luis Felipe Torrego  
Andreas Varnhorn

ISSN	1725-2911 (html)	DOI	10.2866/31480 (html)
ISSN	1725-2911 (pdf)	DOI	10.2866/538968 (pdf)
ISBN	978-92-899-2680-5 (html)	EU catalogue No	QB-AA-17-001-NL-Q (html)
ISBN	978-92-899-2713-0 (pdf)	EU catalogue No	QB-AA-17-001-NL-N (pdf)